

中矿资源（002738）深度研究

锂铯版图成型，铜矿资源蓄力待发

2024 年 09 月 10 日

【投资要点】

- ◆ **收购东鹏新材和 Bikita 矿山，乘新能源之风而起。**中矿资源能从一个固体矿产勘查企业成长为大型矿企，一方面是受益于 2020-2022 年这一轮锂盐行业景气周期带来的红利，另一方面是因为公司在行业风口来临之前做好了充足的准备。首先在 2018 年，公司斥巨资收购东鹏新材，入局铯钾盐和锂盐，公司具备了 3000 吨的氟化锂。自此之后，公司在锂行业周期底部不断扩张锂盐产能。到 2021 年底，公司锂盐产能已经扩张至 3.1 万吨，到 2023 年底公司锂冶炼产能进一步扩张至 6.6 万吨。锂资源端，2019 年和 2022 年公司相继收购两座矿山 Tanco 和 Bikita，丰富了公司的锂矿资源储备。虽然 2023 年以来，碳酸锂价格进入下行周期，但是公司逆势加码 Bikita 矿山采选。截止 2024 年上半年，公司 30 万吨锂辉石和 30 万吨透锂长石采选产能已经可以稳定达产。2024 年上半年公司自有矿锂盐实现销量 16798.7 吨，再度为下一轮景气周期的到来做好了准备。
- ◆ **收购 Tanco 矿山，独握稀缺性铯钾矿产资源。**公司铯钾精细化工收入从 2020 年 3.1 亿元，短短三年时间增长至 2023 年的 7.04 亿元，年均增长 31.4%。公司甲酸铯业务收入则从 2020 年的 1.98 亿元增长至 2023 年的 4.20 亿元，年均增长 28.4%。通过东鹏新材的收购，公司踏入铯钾盐精细化工领域，完成了从地勘企业到材料加工制造企业的转型。凭借东鹏新材对铯钾产业链格局的深刻认知，公司于 2019 年将全球最大的铯钾矿山 Tanco 收入囊中，一举解决了公司铯钾资源的供应问题，并成为国际性的铯钾盐矿产龙头企业。在全球铯钾资源稀缺的大背景下，化工、电子和石油等领域对铯钾盐需求刚性，再加上公司全球铯钾龙头的地位，公司铯钾业务将长期稳定的为公司创造超额利润。
- ◆ **拟启动铜矿资源开发，开启公司新增长点。**锂和铯钾资源之外，公司在非洲还储备了丰富的铜矿资源。公司先后收购了赞比亚地区的卡森帕铜矿、卡希希铜矿、卡布韦铜矿和 Kitumba 铜矿。截止 2024 年上半年，公司铜矿源量合计矿石量 7202 万吨，平均品味 1.456%，合计铜金属量 105 万吨。其中 Kitumba 铜矿资源禀赋最优，由中矿的全资子公司 African Minerals Limited 于 2024 年 7 月完成收购。该矿累计探获保有铜矿资源量为 2,790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.2%，并且未来还具有良好的成矿潜力和扩储前景。另外，公司于 2024 年 4 月份还开启了对纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂的收购计划，进一步表明了公司未来拟进行铜矿资源开发的决心。铜矿资源已经成为公司另一个潜力资源品种，随着公司启动对铜矿资源的开发，公司正在向一个综合性多金属矿产资源集团公司迈进。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

买入（上调）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

证书编号：S1160521050001

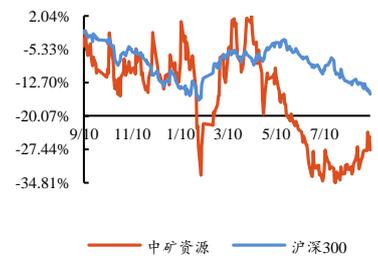
证券分析师：程文祥

证书编号：S1160522090002

联系人：程文祥

联系电话：021-23586475

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	20617.18
流通市值（百万元）	20327.23
52周最高/最低（元）	42.90/25.21
52周最高/最低（PE）	19.50/5.95
52周最高/最低（PB）	3.84/1.53
52周涨幅（%）	-24.69
52周换手率（%）	610.29

相关研究

《非洲锂矿项目达产，冶炼产能同步投产》

2024.01.17

《自有锂矿加速布局，业绩兑现值得期待》

2023.06.01

《自有锂矿逐步兑现，三季度业绩环比迎增长》

2022.10.25

【投资建议】

- ◆ 结合公司2024年半年度业绩，和公司后续扩产规划，我们预计公司 2024-2026 年营收分别 47.48/58.16/72.95 亿元，归母净利润分别为 8.11/11.57/19.08 亿元，EPS 分别为 1.11/1.59/2.61 元，对应 2024/2025/2026年PE分别为 25.49/17.89/10.85倍。公司业务包括锂盐和铯铷等小金属，因此选择的可比公司包括赣锋锂业、盛新锂能等锂盐公司，以及小金属钨的代表性个股章源钨业、小金属钛的个股西部材料以及小金属钽的个股东方钽业。如图42所示，可比公司2026年平均市盈率为 13.23倍。考虑中矿资源铯铷小金属资源的稀缺性和成长性，和锂盐资源的高自给率，我们给予公司2026年13.2倍市盈率，对应未来18个月目标股价为34.45元，相对于2024年9月6日收盘价涨幅为21.5%，因此给予公司“买入”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6013.32	4748.27	5816.28	7295.18
增长率(%)	-25.22%	-21.04%	22.49%	25.43%
EBITDA（百万元）	2762.92	1373.92	1809.25	2687.18
归属母公司净利润（百万元）	2208.16	811.83	1157.18	1907.83
增长率(%)	-32.98%	-63.24%	42.54%	64.87%
EPS(元/股)	3.15	1.11	1.59	2.61
市盈率 (P/E)	11.84	25.49	17.89	10.85
市净率 (P/B)	2.23	1.61	1.49	1.32
EV/EBITDA	8.66	13.09	9.84	6.15

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 锂盐价格不及预期的风险：基于对当前锂盐供需情况的判断，在公司锂盐业务的盈利预测假设条件中我们对2024-2026年公司锂盐销售均价的假设分别为7.5万元/吨、8.0万元/吨和8.8万/吨。考虑锂盐供应端和下游新能源汽车消费端在不断地动态变化中，未来锂盐供需情况可能超出预期，进而导致锂盐价格低于以上假设。
- ◆ 铯铷精细化工产品需求不及预期的风险：在铯铷精细化工产品收入的预测假设条件中，我们对公司铯铷精细化工产品2024-2026年销量假设分别是900吨、945吨和992吨。而铯铷精细化工产品应用领域较为广泛，包括国防军工、新能源、医药等多个领域，其下游需求受到多重因素影响，未来需求有不达预期的风险。
- ◆ 甲酸铯产品需求不及预期的风险：在甲酸铯业务收入预测假设条件中，我们对甲酸铯2024-2026年同比销量增速的假设条件分别-5%、-2%和1%。公司甲酸铯产品主要应用在石油领域，而石油行业景气度的波动受到全球宏观经济、地缘政治、美元利率等多重因素影响，甲酸铯未来的需求有不达预期的风险。

1、 关键假设

锂盐销售

销量：结合公司投产情况以及产能利用率情况，我们预计公司 2024-2026 年锂盐销量分别为 4.00/5.00/6.00 万吨。

单价假设：锂盐市场自 2023 四季度起价格大幅跳水，价格回升速度有待提高，或低位运行一段时间，我们预计 2024-2026 年销售单价分别为 7.5 /8.0/8.8 万元/吨。

成本：考虑 Bikita 矿山 400 万吨选矿产线 24 年能达到锂盐 100%自给率，单吨成本有望下降，预计 2024-2026 年锂盐产品的单吨成本分别为 5.5/5.5/5.2 万元/吨。

铯铷精细化工销售

销量：铯铷的需求量稳定，24 年提价销量略有回落，考虑宏观经济增长情况，我们预计公司 2025-2026 年铯铷盐的销量保持 5%的增速，分别为 900 /945 /992 吨。

单价假设：铯铷盐供应商稀缺，公司具有较强的定价权，我们预计 2024-2026 增速分别为 20%/10%/8%，预计 2024-2026 年销售单价分别为 84.5/93.0/100.4 万元/吨。

甲酸铯

销量：结合油气行业的景气程度以及公司甲酸铯的库存情况，我们预计公司 2024-2026 年甲酸铯的销量稳中有降，分别增长-5.00%/-2.00%/1.00%，分别为 2,799/2,743/2,770 桶。

单价假设：甲酸铯价格受石油影响突出，考虑到地缘政治因素，我们预计 2024-2026 年销售单价同比变化-8.00%/-5.00%/2.00%，单价分别为 13.1 /12.5 /12.7 万元/桶。

固矿勘探

固体矿产勘探服务逐步转变为支持性业务，我们预计公司 2024-2026 年固体矿产勘探服务业务收入同比增长 6.0%/1.5%/1.5%，收入分别为 2.04 /2.07/2.11 亿元，毛利率分别为 27.5%/27.5%/27.5%。国际工程业务将逐渐剥离，未来不贡献收入。

国际贸易

在锂盐价格下行周期，公司会加强贸易业务中的技术级锂精矿产品的产销量，因此预计 2025-2026 年公司贸易业务收入迎来恢复，预计 2025-2026 年分别同比增长 15%和 18%，2024-2026 收入分别为 3.27/3.76/4.44 亿元。

综合来看，公司 2024-2026 预计可实现营业收入 47.48/58.16/72.95 亿元，分别同比变动-21.0%/22.5%/25.4%。

2、创新之处

对公司的成长历史分阶段进行了复盘，深度剖析了从固体勘探公司成长为大型矿产开发企业的底层逻辑。

将公司的成长历程中的财务数据表现，公司发展中的重大基本面事件，以及行业的外在变化等三个方面信息进行了整合和综合对比分析。

对公司的锂、铯铷和铜矿资源进行了详尽的盘点，并对资源的开发情况进行了细致的梳理。

3、潜在催化

- ◆ 锂盐价格反转
- ◆ 公司锂矿采选成本大幅下降
- ◆ 铜矿资源开发项目投产

正文目录

1. 公司概况：矿产资源布局涵盖锂、铯铷和铜	7
1.1. 公司主要业务简介	7
1.2. 公司实际控制人和前十大股东	9
2. 公司发展历程：从地勘到矿产资源开发	11
2.1. 固矿勘探起家，工程建设为辅	11
2.2. 收购东鹏新材，转型铯铷和锂盐加工	13
2.3. 乘新能源之风，锂盐业务崛起	16
3. 从锂冶炼加工到锂资源新星	17
3.1. 中矿资源锂资源禀赋和开发进展	17
3.2. 非洲锂资源开发进展	20
3.3. 中矿资源锂盐业务经营情况复盘	24
4. 铯铷资源稀缺性构筑坚实壁垒	27
4.1. 铯铷行业介绍	27
4.2. 中矿资源的铯铷资源禀赋	29
4.3. 中矿资源的铯铷业务经营情况	30
5. 铜矿资源蓄势待发，向多金属综合矿企迈进	31
5.1. 中矿资源铜矿资源禀赋	31
5.2. 中矿资源其他伴生资源禀赋	33
6. 盈利预测与估值	33
6.1. 关键假设	33
6.2. 投资建议	35
7. 风险提示	36

图表目录

图表 1：中矿资源锂盐冶炼工艺流程	7
图表 2：中矿资源电池级氟化锂生产工艺流程	7
图表 3：中矿资源 Bikita 矿区	8
图表 4：中矿资源加拿大 Tanco 矿区	8
图表 5：中矿资源铯盐生产工艺流程	9
图表 6：中矿资源甲酸铯生产工艺流程	9
图表 7：中矿资源海外钻探工作场景	9
图表 8：中色矿业股东持股情况	10
图表 9：前十大股东持股比例	10
图表 10：公司发展历史经历三个发展阶段	11
图表 11：传统业务板块盈利贡献拆解（万元）	12
图表 12：固体矿产勘查收入	13
图表 13：国际工程收入	13
图表 14：东鹏新材鸟瞰图	13
图表 15：东鹏新材主要产品	13
图表 16：中矿资源单季度营收收入和归母净利润	14
图表 17：中矿资源 2018-2020 分业务板块盈利分析（万元）	15
图表 18：中矿资源 2014-2021 年经营活动现金流净额	15
图表 19：中矿资源 2014-2021 单季度收入和扣非净利润	16
图表 20：中矿资源 2021-2023 年分板块收入和毛利	17
图表 21：Cabot 公司股权结构	18

图表 22: Tanco 矿山锂资源保有量 (万吨)	18
图表 23: 津巴布韦 Bikita 矿山西区与东区保有资源量总表	19
图表 24: 锂矿采选产能/锂盐产能	19
图表 25: 非洲锂矿一览	20
图表 26: kodal bougouni 锂矿 2024 年开发计划	21
图表 27: 非洲主要锂矿地理位置及其交通、港口分布	22
图表 28: 非洲锂矿产出预测	24
图表 29: 中矿资源单季度收入和电池级碳酸锂价格	26
图表 30: 锂盐销量单价分解	26
图表 31: 中矿资源铯铷盐主要产品种类及用途介绍	27
图表 32: 铯铷行业产业链	28
图表 33: 铯金属需求预测	29
图表 34: 全球铷铯矿床分布图	30
图表 35: 铯铷盐、甲酸铯产销量 2021-2023	30
图表 36: 中矿资源铜矿统计	31
图表 37: Namibia Tsumeb 冶炼厂地理位置	32
图表 38: 赞比亚与纳米比亚地理位置	32
图表 39: 中矿资源其他矿产资源	33
图表 40: 盈利预测	34
图表 41: 盈利预测假设	36
图表 42: 同行业估值比较表	36

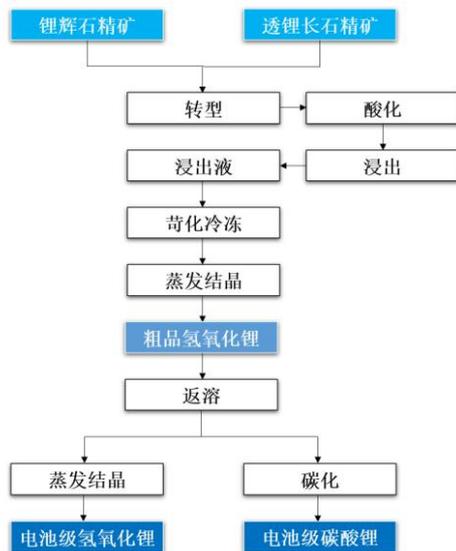
1. 公司概况：矿产资源布局涵盖锂、铯铷和铜

1.1. 公司主要业务简介

公司核心业务是锂资源的采选和冶炼，是涵盖硬岩型锂矿开发、锂精矿加工和锂化合物生产销售的“采选冶”一体化企业。公司产品主要包括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂和电池级氟化锂。公司生产的电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂具有品质稳定、杂质低等特点。并且，在行业内公司率先批量采用透锂长石生产电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂，为行业开拓出新的原料来源渠道。公司凭借先进的加工工艺和领先的技术，生产出的氟化锂产品以品质高、性能稳定的优势在市场上享有较高的声誉，并成功进入特斯拉供应链体系。

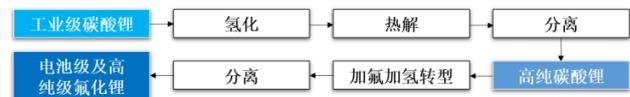
锂矿产资源方面，公司核心资源为津巴布韦 Bikita 矿区和加拿大曼尼托巴省 Tanco 矿区。中矿资源 Bikita 矿山是目前非洲唯一规模化生产锂矿的矿山，位于津巴布韦马斯温戈省，距离首都哈拉雷 325 公里，与首都、马斯温戈省首府以及南非德班港、莫桑比克贝拉港均有高速公路、铁路连接，交通便利，基础设施较为完善。TANCO 矿山位于加拿大曼尼托巴省，是目前全球已知规模最大的 PLC 伟晶岩锂铯钽矿床，保有铯榴石资源量占全球的 80% 以上。除锂矿之外，公司在海外还有铜矿和铁矿等资源储备。如赞比亚西北省希富玛铜矿希富玛铜矿区。

图表 1：中矿资源锂盐冶炼工艺流程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 2：中矿资源电池级氟化锂生产工艺流程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 3：中矿资源 Bikita 矿区



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 4：中矿资源加拿大 Tanco 矿区



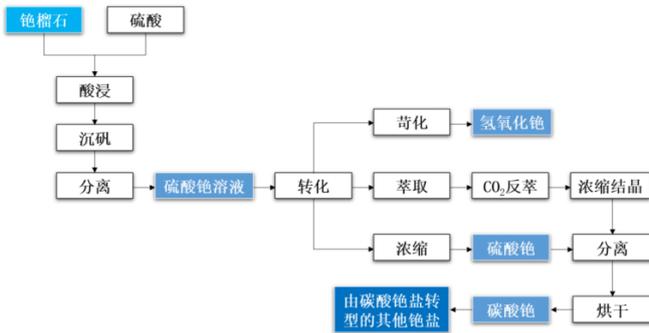
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

铜矿产资源方面，公司于 2024 年上半年以基准对价 5850 万美元收购了 Kitumba 铜矿 65% 的权益。根据勘探结果，Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿产资源量为 2790 万吨，铜金属量 61.4 万吨，铜平均品位 2.20%。公司后续将根据对 Kitumba 铜矿项目可行性研究结果，启动对 Kitumba 铜矿的开发工作，Kitumba 铜矿的开发将为公司中长期发展提供新的利润增长点。2024 年 3 月，公司全资下属公司 Afmin 与 Momentum Ventures Limited 和 Chifupu Resources Limited 分别签署了《股份买卖协议》，Afmin 拟以合计基准对价 5,850 万美元现金收购 Momentum 持有的 Junction Mining Limited（以下简称“Junction”）50% 股权和 Chifupu 持有的 Junction 15% 股权。

公司是铯铷盐精细化工领域的龙头企业。公司是全球铯产业链最完善的制造商，具备铯榴石开采、加工、精细化工产品的生产和提供产品技术服务的能力。公司拥有世界主要高品质铯资源（加拿大 Tanco 矿山，津巴布韦 Bikita 矿山）、全球两大生产基地（加拿大温尼伯、中国江西省新余市）和甲酸铯回收基地（英国阿伯丁、挪威卑尔根）。

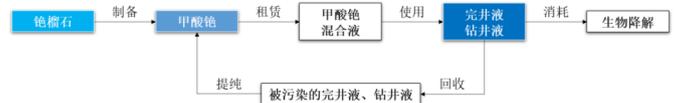
凭借以上优势，公司为众多行业优质企业提供多元化、定制型的产品和技术支持。公司是全球甲酸铯重要的生产商和供应商，占有绝对的市场份额。甲酸铯目前主要用于石油天然气行业，在高温高压油气井的钻井和完井作业中作为钻井液、完井液使用。甲酸铯具有溶解度高、粘度低、无固相、热稳定性好、耐高温、无腐蚀性、生物可降解、对环境无污染的特性。与其他传统钻井液和完井液相比，甲酸铯具有大幅度提高产油率和钻进效率、减小摩擦系数、降低卡钻风险、不易引起金属腐蚀、环保等无可比拟的优势，具有广阔的应用前景。

图表 5：中矿资源铯盐生产工艺流程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 6：中矿资源甲酸铯生产工艺流程



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司固体矿产勘查业务以保障公司现有矿山的正常生产和在全球范围内探获锂、铯、铷等优质矿产资源为主要职能。公司拥有专业化的地质勘查技术和管理团队，从事海外地质勘查业务二十余年，在公司加拿大 Tanco 矿山的正常生产和津巴布韦 Bikita 矿山并购过程中发挥了积极和重要的作用。其次，公司是海外固体矿产地质勘查技术服务的重要供应商。公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技术优势，为众多中国大型矿业企业“走出去”的项目提供了地质勘查技术服务，业务遍布非洲、东南亚、中亚、南欧等二十余个国家和地区，为矿业项目投资决策、资源储量核实、地质找矿、生产探矿等各个环节提供了专业的资源评价和技术支撑。固态勘探业务过去曾是公司的核心业务，随着公司锂资源和铯铷业务的发展壮大，该板块逐步成为公司的辅助业务。

图表 7：中矿资源海外钻探工作场景



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.2. 公司实际控制人和前十大股东

根据一致行动人关系，中矿资源的实际控制人是刘新国、王平卫、欧学钢、魏云峰、汪芳森、陈海舟、吴志华七人。中色矿业集团有限公司股东包括刘新国、欧学钢、吴志华等数十个股东。截止 2024 年 6 月 30 日，公司实际控制人

对中矿资源的持股比例为 15.61%。

图表 8：中色矿业股东持股情况

1	刘新国 7 大股东 实际控制人 受益所有人	16.46%		2021-03-19	2014-04-02
2	欧学钢 7	13.39%		2021-03-19	2014-04-02
3	吴志华 5	12.98%		2021-03-19	2014-04-02
4	陈海舟 9	12.98%		2021-03-19	2014-04-02
5	魏云峰 7	12.98%		2021-03-19	2014-04-02
6	汪芳森 3	12.98%		2021-03-19	2014-04-02
7	王平卫 6	12.98%		2021-03-19	2014-04-02
8	钱秀娟 3	1.75%		2021-03-19	2014-04-02
9	丁章新 3	1.75%		2021-03-19	2014-04-02
10	张银芳 3	1.75%		2021-03-19	2014-04-02

资料来源：企查查，东方财富证券研究所

截止 2024 年中报，公司前十大股东如表所示，公司第一大股东为中色矿业集团有限公司，持股比例为 13.97%，第二大股东为香港中央结算公司，持股 3.28%。孙梅春为子公司东鹏新材董事长。前十大股东中的广发证券、国泰君安、招商证券、魏巍等是公司最近一次参与公司定向增发的股东，目前这些股东的股份已经于 2023 年 10 月 23 日解禁。个人股东王平卫是公司董事长，直接持股比例为 1.23%。

图表 9：前十大股东持股比例

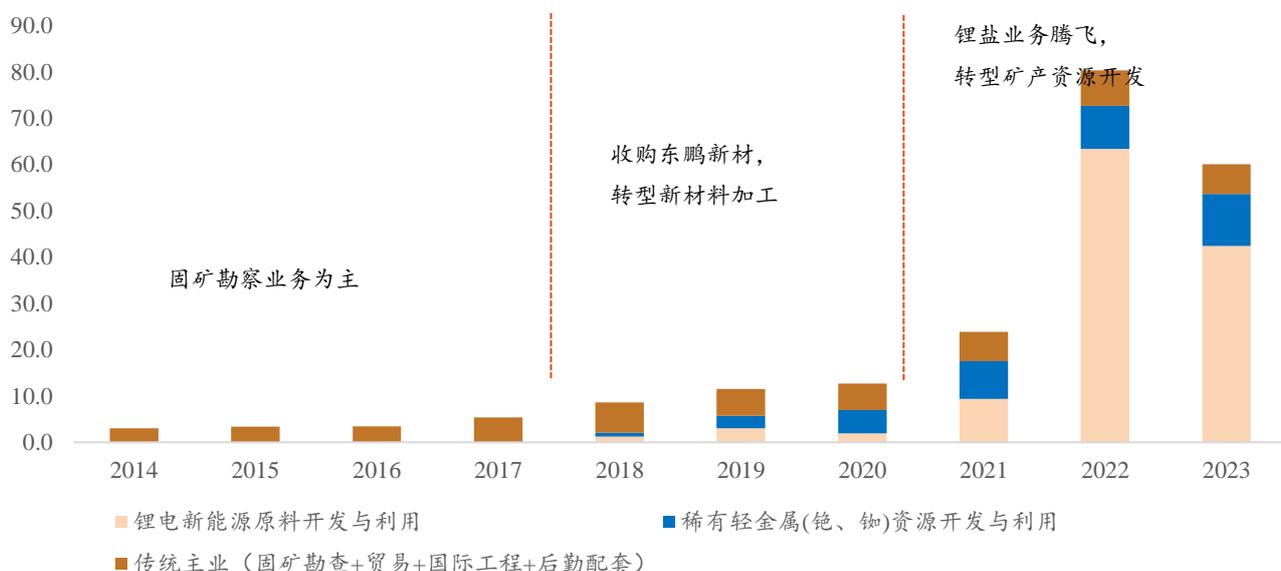
股东名称	股东性质	期末参考市值 (亿元)	持股数量(股)	持股比例 (%)
中色矿业集团有限公司	其它	37.4250	101,920,000	13.97
香港中央结算有限公司	其它	8.7865	23,928,303	3.28
孙梅春	个人	7.1767	19,544,346	2.68
魏巍	个人	5.0462	13,742,370	1.88
广发证券股份有限公司	证券公司	4.6636	12,700,390	1.74
中国邮政储蓄银行股份有限公司-东方...	证券投资...	4.3688	11,897,595	1.63
中国银行股份有限公司-国投瑞银新能...	证券投资...	3.6416	9,917,219	1.36
王平卫	个人	3.2869	8,951,320	1.23
国泰君安证券股份有限公司	证券公司	3.1521	8,584,059	1.18
招商证券股份有限公司	证券公司	2.9842	8,127,025	1.11
合计		80.5316	219,312,627	30.06

资料来源：choice 十大股东明细，东方财富证券研究所

2. 公司发展历程：从地勘到矿产资源开发

根据中矿资源上市以来的经营发展历程，公司大致经历三个发展阶段。2017年以前公司以固体矿产勘察和工程建设为主，主业的本质是为矿产开发企业提供配套勘探服务。2018-2020年是公司发展的第二个重要阶段，此阶段以公司收购东鹏新材为转折点，公司正式进入了新材料加工制造领域，收入体量实现了翻倍。2021年开始，随着碳酸锂价格的上涨，公司锂盐业务爆发，同时公司在非洲地区进行锂资源收购，公司质地再次迎来质变，成为了优质矿产资源开发企业。

图表 10：公司发展历史经历三个发展阶段（亿元）



资料来源：choice 主营构成数据整理，东方财富证券研究所

如图 10 所示，2017 年以前公司的收入不超过 5.5 亿元，扣非归母净利润则不超过 0.55 亿元。2018 年公司完成东鹏新材收购，随后几年内在铯铷盐和锂盐业务加持下，公司总收入提升至 12 亿元以上水平，扣非后归母净利润稳定在 1 亿元以上。2019 年公司在加拿大收购 Tanco、GSF Inc 及 GSF Limited 100% 股份，进入铯铷矿产资源开发领域。2022 年，公司收购非洲 Bikita 矿山，布局锂矿资源。受益于新能源汽车行业的快速发展带动锂盐价格攀升，2021-2023 公司利润经历了爆发式的增长，其中 2022 年全年实现营业收入 80.4 亿元，实现扣非归母净利润 32.2 亿元。经历三个阶段的发展之后，公司已经从一个勘探服务公司蜕变为综合实力突出的矿产资源开发企业。

2.1. 固矿勘探起家，工程建设为辅

2017 年以前公司聚焦固体矿产勘探与工程建设服务。2014 年，公司营业收入/扣非净利润分别为 3.08 亿/0.44 亿，2017 年营业收入/扣非净利润分别为 5.40 亿/0.54 亿，CAGR 分别为 20.6%/6.5%。本阶段公司的主要经营板块为固体矿产勘探、建筑工程服务、贸易服务以及海外勘察的后勤配套服务。整体看来，

公司固体矿产勘查服务与建筑工程服务贡献了绝大部分毛利，是公司核心业务。

图表 11：传统业务板块盈利贡献拆解（万元）

项目	营业收入				同比增量		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
固体矿产勘查技术服务	17579	12376	11698	26018	(5203)	(677)	14319
海外勘查后勤配套	5682	5296	3512	3598	(386)	(1784)	86
国际工程	6972	10525	10958	10745	3553	433	(213)
贸易		5756	8417	13140	5756	2661	4723
总营业收入	30834	34487	35934	54074	3653	1448	18139

项目	毛利				同比增量		
	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017
固体矿产勘查技术服务	6265	4600	4824	10185	(1665)	223	5362
海外勘查后勤配套	1093	820	911	985	(273)	91	74
国际工程	2425	3398	5405	4776	973	2007	(629)
贸易		382	503	824	382	121	321
总毛利	9783	9200	11643	16771	(582)	2443	5128

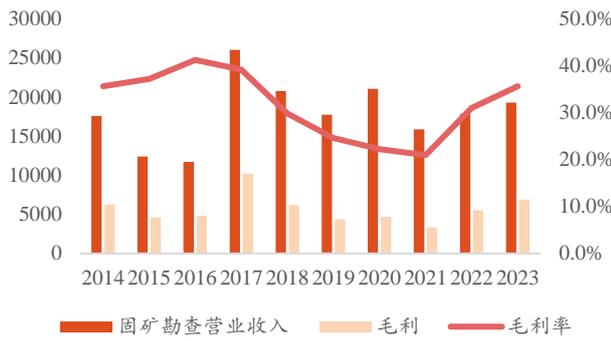
资料来源：choice 主营构成，东方财富证券研究所

2014-2017 年公司勘探业务保持稳定增长。2014-2017 年的固体矿产勘查收入分别为 1.76、1.24、1.17、2.60 亿元，平均 CAGR 为 14.0%。从利润端看，2014-2017 年间，固体矿产勘查服务的毛利润分别为 0.63、0.46、0.48、1.02 亿元，毛利率分别为 35.64%、37.17%、41.23%、39.15%。2014-2017 年全球矿业逐渐从前期低迷探底中复苏，矿产品价格呈现缓慢修复的过程，公司固体矿产勘查收入和毛利率均有修复性的增长。

立足勘察服务主业，积极布局海外矿产资源。以勘查技术服务作为主业的同时，利用自身技术、资源和信息优势，公司在赞比亚、津巴布韦等国家开展矿权投资及相关合作业务，并开展矿产品的贸易，有意识的为公司培养新的盈利增长点。如公司在赞比亚布局了希富玛铜矿南矿带铜矿，在津巴布韦投资瓦内市铬铁矿矿权，在阿尔巴尼亚收购了普拉提铜矿采矿权。

依托地缘优势，积极挖掘国际建筑工程业务。公司凭借在赞比亚的地缘优势和良好的行业口碑也同时开展了建筑工程业务和海外勘查后勤配套服务。其中，建筑工程服务是发行人在承接成熟型矿山生产探矿项目的同时，根据服务对象的需求提供配套的矿山基础设施建设服务。2014-2017 年，公司国际建筑工程服务收入分别为 0.69、1.05、1.10、1.08 亿元，年均复合增速 15.5%，毛利率则分别为 34.8%、32.3%、49.3%和 44.4%，也呈现逐年走高的趋势。国际建筑工程业务经过几年的发展后，逐步成为公司此阶段的第二大业务。

图表 12：固体矿产勘查收入（万元）



资料来源：choice 主营构成，东方财富证券研究所

图表 13：国际工程收入（万元）



资料来源：choice 主营构成，东方财富证券研究所

2.2. 收购东鹏新材，转型铯铷和锂盐加工

2018-2020 年，公司收购东鹏新材，新增铯、铷和锂盐业务。2018 年公司以发行股份及支付现金的方式收购东鹏新材 100% 股权，合计支付对价为 18.00 亿元，其中，以发行股份的方式支付交易对价 14.01 亿元，以现金方式支付交易对价 3.99 亿元。收购东鹏新材是公司经营发展的重要转折点。一方面，公司业绩在收购后创下新高，在收入、利润和现金流等方面均发生质变，另一方面，公司进一步进入锂等新材料制造领域，为公司后续踏上新能源行业高速发展的快车奠定了基础。

图表 14：东鹏新材鸟瞰图



图表 15：东鹏新材主要产品



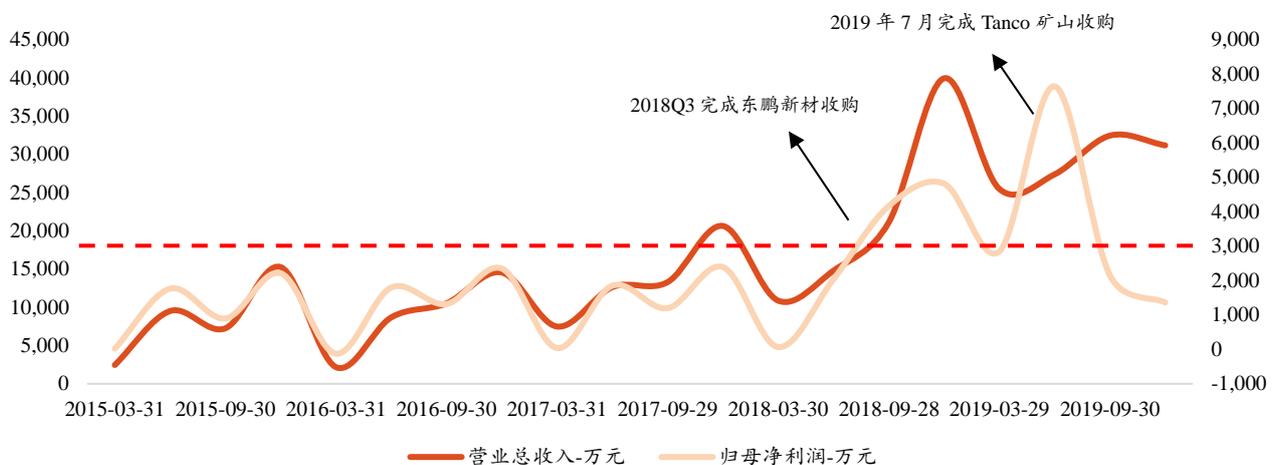
资料来源：东鹏新材公司官网，东方财富证券研究所

资料来源：东鹏新材公司官网，东方财富证券研究所

东鹏新材在铯和铷盐加工领域拥有优秀口碑。东鹏新材主要产品有电池级氟化铯、碳酸铯、氢氧化铯、碳酸铯、硫酸铯、硫酸铷和硝酸铯等。该公司在铯盐、铷盐生产工艺领域取得了一系列科研成果。公司是电池级氟化铯等五个产品国家行业标准的参与制定者，也是国内离子电解质六氟磷酸锂关键原料电池级氟化铯的主要供应商。在铯盐铷盐行业，公司是全球范围内为数不多的可以批量生产铯盐铷盐的企业。公司也是硫酸铯、甲酸铯、硝酸铯、金属铯等六个产品的国家行业标准制定者，同时还是中国唯一一家拥有省级铷铯资源综合利用及材料工程研究中心。根据中国有色金属工业协会锂业分会的统计数据，东鹏新材在铯铷细分市场国内市场占有率已达到 75%。

2019 年公司在加拿大收购 Tanco、GSF Inc 及 CSF Limited 100%股份，拥有了加拿大 Tanco 矿山的控制权，进入铯铷矿产资源开发领域。完成 Tanco 矿山收购后，公司拥有了自有铯榴石矿区，有效降低铯铷盐业务的原材料供应风险，其铯盐经营模式将升级为“矿产开采+产品生产+后端销售”的全流程产业链，有效完善产业链战略布局，提升可持续发展能力和抗风险能力。同时，标的公司是目前全球主要甲酸铯生产商，客户优质，哈里伯顿、斯伦贝谢等全球知名油服企业，壳牌、BP 等全球知名油气公司，以及巴斯夫、杜邦等全球知名化工企业均与标的公司保持良好合作关系。公司通过这个并购也有效扩大在铯铷盐市场的市场份额，巩固铯铷盐市场的行业领先地位，并获取标的公司优质的客户资源，持续竞争能力将得到显著提升。

图表 16：中矿资源单季度营收收入和归母净利润



资料来源：choice 财务数据，东方财富证券研究所

铯铷盐增速创新高，锂盐毛利跃居第二。2018-2020 年，公司铯铷盐的销售收入分别为 0.77、2.64 和 5.09 亿，年均复合增速为 156.4%；铯铷业务毛利率分别高达 53.4%、55.7%和 64.3%，并且保持逐年上升趋势毛利润分别为 0.41、1.47 和 3.27 亿，年均复合增长 181.4%。铯铷业务高速增长下，到 2020 年公司铯铷业务已经成为公司最大的收入和毛利来源，营收占比达到 39.9%，毛利占比达到 61.0%。锂盐业务方面，2018-2020 年收入分别为 1.27、3.06 和 1.91 亿，年均增长 22.4%，毛利分别为 0.46、1.02 和 0.71 亿，年均增长 24.7%。本阶段锂盐业务发展较好，2020 年锂盐毛利贡献占比 13.2%，也已超过传统工程板块。

收购东鹏新材实现公司营收翻倍。2017-2020 年公司总收入分别为 5.4、8.7、11.6 和 12.8 亿元，分别同比增长 50.5%、60.4%、42.9%、3.0%，年均复合增速 33.1%。利润方面，2017-2020 年公司扣非后归母净利润为 0.54、1.12、1.22 和 1.52 亿元，年均复合增长 41.5%。在东鹏新材铯铷盐和锂盐业务的加持下，公司的收入和利润体量在 2018 年之后发生了质变。从季度收入层面看，2018Q3 收购东鹏新材之后公司的单季度收入稳定在 2 亿元以上，而此前公司单季度收入基本在 1 亿元上下徘徊。利润层面看，公司 2020 年 1.52 亿元的扣非净利润也创出公司历史业绩新高。

图表 17：中矿资源 2018-2020 分业务板块盈利分析（万元）

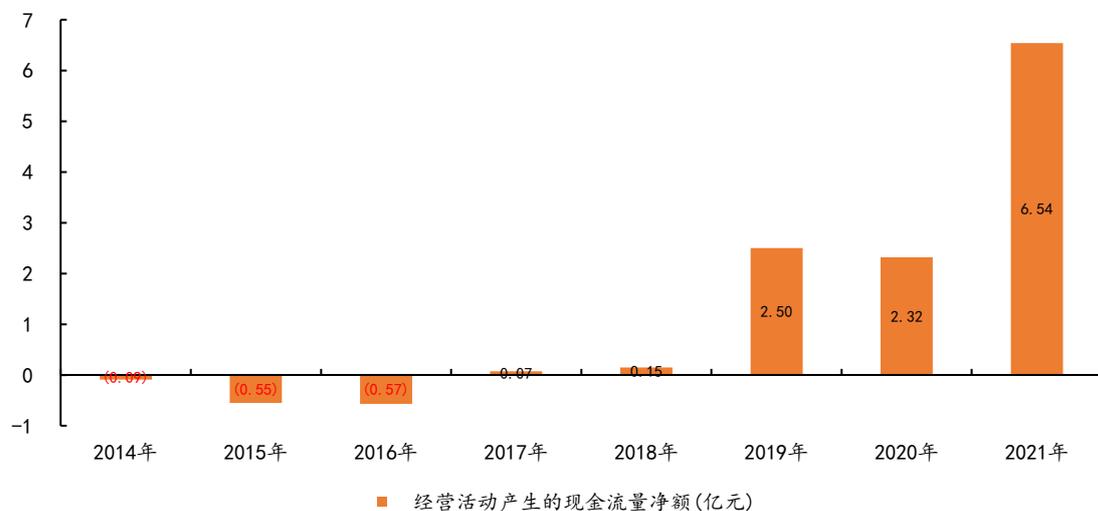
项目	营业收入			同比增量	
	2018	2019	2020	2019	2020
固体矿产勘查技术服务	20757	17751	21038	(3006)	3287
海外勘查后勤配套	8014	13053		5039	(13053)
国际工程	20114	7754	5429	(12361)	(2324)
贸易	16775	19944	30581	3168	10638
锂盐	12730	30557	19083	17827	(11474)
铯铷盐	7742	26393	50893	18651	24500
总营业收入	86715	123881	127571	37166	3690

项目	毛利			同比增量	
	2018	2019	2020	2019	2020
固体矿产勘查技术服务	6196	4367	4678	(1828)	310
海外勘查后勤配套	2374	2549		175	(2549)
国际工程	5378	1215	1287	(4163)	72
贸易	3758	7719	7460	3961	(260)
锂盐	4560	10221	7096	5661	(3125)
铯铷盐	4133	14694	32724	10561	18030
总毛利	26399	40766	53245	14367	12479

资料来源：choice 财务数据，东方财富证券研究所

现金流回正，经营状况改善。2017 年以前中矿资源经营活动现金流净额基本都为负，这与固体勘察和建筑工程业务回款周期较慢的特点有很大关系。而东鹏新材的铯铷和锂盐业务均为金属商品，而且铯铷业务公司在国内和全球都有较高的市场份额，因此东鹏新材的收购也显著改善了公司的经营活动现金流净额。如图 18 所示，2019-2021 年公司经营活动现金流金额分别达到 2.50、2.32 和 6.54 亿元。公司现金流的改善，则为后续继续扩张锂盐和铯铷盐产能提供了有效的资金支持，是助推公司进一步发展的加速器。

图表 18：中矿资源 2014-2021 年经营活动现金流净额

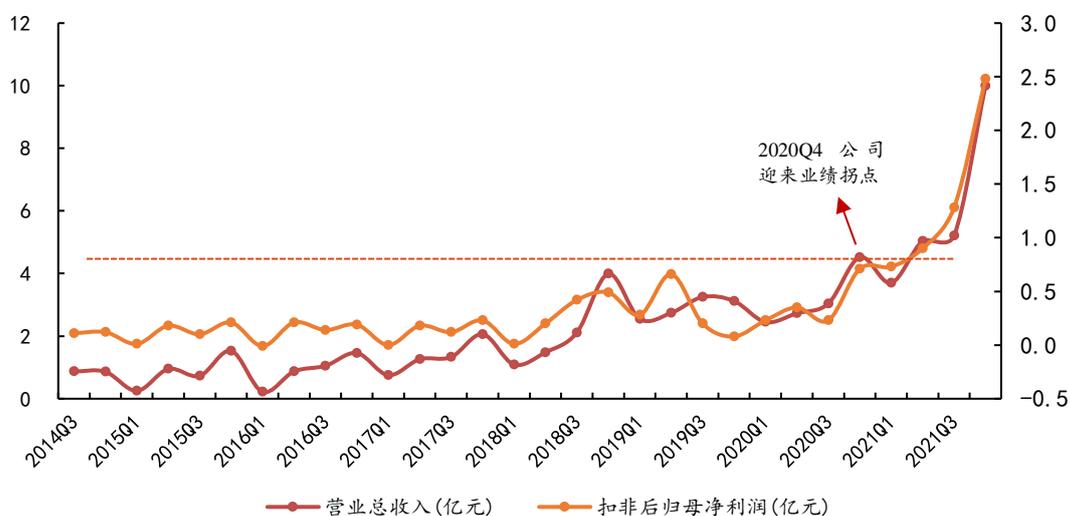


资料来源：choice 财务数据，东方财富证券研究所

2.3. 乘新能源之风，锂盐业务崛起

锂盐业务带动公司收入和利润实现爆发性增长。2020-2022 年中矿资源锂盐业务收入从 1.9 亿元增长至 63.3 亿元，毛利从 0.71 亿元增长至 24.5 亿元，短短三年之间经历了爆发性的增长。在锂盐业务的带动下，2022 年公司实现营业收入 80.4 亿元，实现扣非后归母净利润 32.2 亿元。如果以收购东鹏新材后的第一年 2018 年为参照年份，公司 2022 年收入是 2018 年的 9.3 倍，利润是 2022 年的 28.8 倍。从季度层面看，2020Q4 则是公司的业绩拐点。2020Q4 公司实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 44.9%，环比增长 48.6%；实现扣非后归母净利润 0.71 亿元，同比增长 787.5%，环比增长 208.7%。公司单季度的收入和利润在 2020Q4 均创出历史新高。

图表 19：中矿资源 2014-2021 单季度收入和扣非净利润



资料来源：choice 财务数据，东方财富证券研究所

毫无疑问公司这一轮业绩红利的核心原因是锂盐价格的暴涨。碳酸锂价格自 2020 年 9 月触底 4 万元/吨后，价格开始反弹。2021 年 7 月，受供需紧张和产业链加库存影响，锂盐开始加速上涨。2022 年 11 月份电池级碳酸锂价格最高达到接近 60 万/吨的水平。

锂盐价格的上涨是公司业绩能够大幅增长的必要条件，但是同时也是因为公司做好了相应的锂盐产能的准备，公司才能够抓住行业机遇。首先在 2018 年收购东鹏新材后，公司已经具备了 3000 吨的氟化锂产能。而且，东鹏新材此时还在筹划建设年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂和 1 万吨电池级碳酸锂生产线项目。2019 年和 2022 年公司又相继收购了 Tanco 矿和 Bikita 矿，充足了公司的锂矿资源储备。2021-2022 年公司冶炼端也在不断扩产，到 2021 年底公司锂盐产能已经扩张至 3.1 万吨(包括 6000 吨氟化锂在内)，到 2023 年底公司锂冶炼产能进一步扩张至 6.6 万吨。

图表 20：中矿资源 2021-2023 年分板块收入和毛利（万元）

项目	营业收入			同比增量	
	2021	2022	2023	2022	2023
固体矿产勘查技术服务	15869	17867	19312	1997	1445
国际工程	7050	1811	384	(5239)	(1427)
贸易	40586	57307	44086	16721	(13221)
锂盐	94158	633520	424288	539362	(209231)
铯铷盐	81129	93108	112379	11980	19270
总营业收入	239409	804122	601332	564714	(202790)
项目	毛利			同比增量	
	2021	2022	2023	2022	2023
固体矿产勘查技术服务	3325	5541	6882	2215	1341
国际工程	(1790)	323	(210)	2113	(533)
贸易	13331	18500	4765	5169	(13735)
锂盐	47115	340771	245136	293656	(95634)
铯铷盐	53750	60234	72356	6485	12121
总毛利	116172	425854	329582	309681	(96271)

资料来源：choice 财务数据，东方财富证券研究所

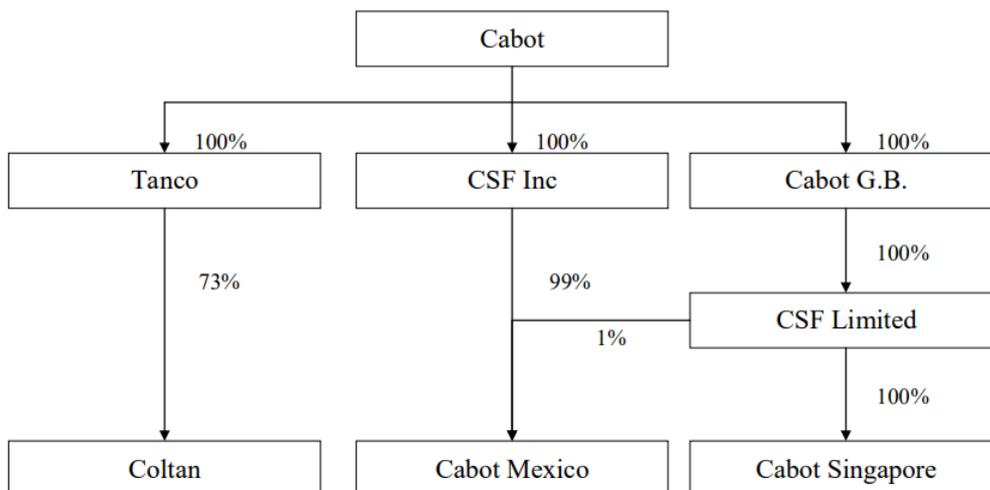
在锂盐业务高速增长期间，公司铯铷板块业务也保持着不错的增长态势。2021-2023 公司铯铷盐板块的收入分别为 8.11、9.31、11.24 亿元，年均复合增长 17.7%；毛利率分别为 66.3%、64.7%、64.4%，毛利分别为 5.37、6.02 和 7.24 亿元，年均复合增长 16.0%。公司在铯铷领域市场份额较高，因此具有较强的定价权，铯铷产品价格能保持稳定增长，因此带动公司毛利率稳步提升。截至 2023 年，铯铷业务已经成为公司锂盐之外最大的业务板块。2021-2023 年，固矿勘探收入分别为 1.59、1.79、1.93 亿元，业务体量与 2014 年基本持平。随着公司锂盐和铯铷板块业务成熟，固体矿产勘查业务赋予了新的职能，成为公司重要的辅助性业务。一方面，公司固体勘查业务可以自有矿山提供技术支持，保障采矿的顺利实施；另一方面，公司固体勘查也可以对自有矿区外围区域进行勘查和寻找潜在并购资源，提高公司资源储量。

3. 从锂冶炼加工到锂资源新星

3.1. 中矿资源锂资源禀赋和开发进展

2019 年公司以 13,000 万美元收购 Cabot 公司。中矿资源全资子公司香港中矿稀有金属资源有限公司于 2019 年 1 月与交易方 Cabot 及 CabotG. B. 签署了《股权购买协议》，交易标的为 Tanco、CSF Inc 及 CSFLimited 100% 股份。该交易的基准购买价为 13,000 万美元，并在 2019 年 7 月完成交割。Tanco 是目前全球规模最大的锂铯钽矿床。CSF Inc 主要业务为石油服务业务。CSFLimited 位于英国苏格兰阿伯丁，主要从事甲酸铯和甲酸钾的混合过滤，为钻井液和完井液提供基础材料，并开展甲酸铯的回收业务，欧洲、AMEA 和北美地区为标的主要业务市场。

图表 21: Cabot 公司股权结构



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

Tanco 位于加拿大温尼伯东北偏东约 180 公里，在伯尼克湖西北岸边，靠近马尼托巴-安大略边界。加拿大 Tanco 矿山是目前全球已知规模最大的锂铌钽矿床之一，拥有丰富的铌榴石和锂辉石资源，早在 1987 年就开始从事锂矿石采选运营，生产 $\text{Li}_2\text{O} \geq 7.0\%$ 的锂辉石精矿产品。Tanco 矿山按现有坑采方案保有锂矿石资源量： Li_2O 平均品位 3.303% 的矿石量 188.465 万吨， Li_2O 金属量 62,249.99 吨；另有 Li_2O 平均品位 1.888% 的矿石量 219.001 万吨， Li_2O 金属量 41,347.372 吨。

图表 22: Tanco 矿山锂资源保有量（万吨）

类别	矿石量	品味	Li_2O 金属量	LCE 当量
331	143.52	3.305%	4.74	11.72
332	41.09	3.292%	1.35	3.34
333	3.86	3.323%	0.13	0.32
小计	188.47	3.303%	6.22	15.38
331	160.61	1.890%	3.04	7.50
332	52.81	1.875%	0.99	2.45
333	5.58	1.733%	0.10	0.24
小计	219.00	1.888%	4.13	10.21
累计	407.47	2.542%	10.36	25.59

资料来源：年报，东方财富证券研究所

2022 年 7 月公司以 18,000 万美元全资收购 Bikita 矿山。2022 年 1 月 29 日，中矿资源全资子公司中矿（香港）稀有金属资源有限公司以 18,000 万美元现金收购 African Minerals Ltd(Afmin) 100% 股权和 Amzim Minerals Ltd (Amzim) 100% 股权。Afmin 和 Amzim 合计持有 Bikita Minerals (Private)Ltd 公司(简称“Bikita 公司”)100% 权益，Bikita 公司主要资产是位于津巴布韦的 Bikita 锂矿项目。2022 年 7 月，Afmin 和 Amzim100% 股权完成了交割。

图表 23：津巴布韦 Bikita 矿山西区与东区保有资源量总表

区块	资源量类别	矿石量 (万吨)	平均品位 Li ₂ O (%)	氧化锂含量 LizO (吨)	氧化锂含量折合 LCE (吨)
西区 (SQI6+Shaft+Shaft_N)	探明类别	2652.27	1.19	315,292.82	778,773.27
	控制类别	1,638.51	1.07	174,879.40	431,952.12
	推断类别	1358.31	0.92	124,890.74	308,480.13
	小计	5,649.09	1.09	615,062.96	1,519,205.51
东区	探明类别	1,572.22	1.28	201,913.69	498,726.81
	控制类别	1,092.86	0.92	101,007.15	249,487.66
	推断类别	3,021.00	0.83	249,916.09	617,292.74
	小计	5,686.08	0.97	552,836.92	1,365,507.19
Bikita 矿山 (西区+东区)	探明类别	4,224.49	1.22	517,206.50	127,500.06
	控制类别	2,731.36	1.01	275,886.55	681,439.78
	推断类别	4,379.31	0.86	374,806.83	925,772.87
	总计	11,335.17	1.03	1,167,899.88	2,884,712.70

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

Bikita 矿山目前保有资源量折合碳酸锂当量 288.5 万吨。Bikita 锂矿项目位于津巴布韦马旬戈省，距离首都哈拉雷 325 公里。项目与首都、马旬戈省首府以及南非德班港、莫桑比克贝拉港均有高速公路、铁路连接，交通便利，基础设施较为完善。Bikita 锂矿项目处于生产阶段，主要产品为品位高、杂质低的技术级透锂长石精矿和饱和榴石精矿，矿区面积 15.28 平方公里。截至 2023 年 12 月 31 日，Bikita 矿山西区与东区保有（探明+控制+推断类别）锂矿产资源量为 11,335.17 万吨矿石量（已扣除矿山生产动用资源量），Li₂O 金属含量 116.79 万吨，Li₂O 平均品位 1.03%，折合 288.47 万吨碳酸锂当量（LCE）。Bikita 矿区北区仍有数条未经钻探验证的 LCT 型（锂铯钽型）伟晶岩体，具有进一步扩大矿产资源量的潜力。

Bikita 矿山锂辉石和透锂长石采选产能目前可以满足 6 万吨锂盐需求。Bikita 目前已经建成原矿处理能力 200 万吨/年的透锂长石重介质选矿厂和 200 万吨/年的锂辉石浮选厂，上述两个选矿厂均于 2023 年 7 月建设完成并正式投料试生产，2023 年 11 月 9 日，已进入正常生产阶段并产出锂辉石精矿、技术级与化工级透锂长石精矿和饱和榴石精矿。两个项目分别年产约 30 万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿，可以满足 6 万吨冶炼产能。

Tanco 矿山现有 18 万吨/年处理能力的锂辉石采选系统。2023 年 2 月，公司召开第五届董事会第二十九次会议审议通过了《关于投资建设加拿大 Tanco 矿区 100 万吨/年采选项目的议案》，公司董事会批准投资新建 Tanco 矿山 100 万吨/年选矿工程。报告期内，公司积极推进 100 万吨/年选厂设计以及筹备政府环评、审批等工作，同时积极建设并持续维护与当地社区和原住民的友好关系。

图表 24：锂矿采选产能/锂盐产能

生产基地	产能(万吨/年)	投产情况	主要产品
	200	投产	30 万吨化学级透锂长石精矿

津巴布韦	200	投产	30 万吨锂辉石精矿
Bikita			
加拿大	18	投产	锂辉石精矿
Tanco	100	政府审批阶段	锂辉石精矿
	0.6	投产	电池级氟化锂
江西新余	2.5	投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂
	3.5	投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂

资料来源：2023 年报，东方财富证券研究所

2024 年上半年公司已经实现锂资源的完全自给。2022 年公司自有矿锂盐销量为 5000 吨左右，自有矿自给率为 21%左右。2023 年公司自有矿产销量大幅提高，自有矿共实现锂盐产量 1.58 万吨，自有矿自给率达到 86%。2024 年上半年公司自有矿锂盐销量为 16798.7 吨，已经完全实现原料端的自给。

3.2. 非洲锂资源开发进展

非洲锂矿资源储量丰富。在刚果（金）有储量达到折合 3348 万吨碳酸锂的 Manono 锂矿；在马里有 bougouni 和 Goulamina 锂矿，LCE 当量 994 万吨；位于津巴布韦的锂矿最多，包括 Arcadia、Bikita、Zulu 和 Sabi Star 锂矿，且锂资源量丰富，矿区合计 LCE 当量 558 万吨；加纳有 Ewoyaa 锂矿，LCE 当量 113 万吨；纳米比亚有 UIS、krabib，LCE 当量 125 万吨。由于新能源行业的快速发展，不少中国厂商为夺得先机，已抢先在非洲多处布局锂矿。

图表 25：非洲锂矿一览

国家	矿区	相关公司	矿石量 (万吨)	品味 (%Li ₂ O)	评估年度	Li ₂ O 金属量	LCE 当量	LCE 合计 (万吨)
Prospect								
津巴布韦	Arcadia	Resources-华友钴业	6184.97	1.1	Dec-23	68.03	168.05	558.08
	Kamativi	KMC-雅化集团	2422	1.26	May-24	30.52	75.38	
	Bikita	中矿资源	11335	1.03	Dec-23	116.75	288.37	
	Sabi star	maxmind-盛新锂能	668.3	1.98	May-24	13.23	32.68	
	Zulu	Premier African Minerals-天华新能	2475	0.43	Jan-24	10.64	26.29	
纳米比亚	Karibib	Lepidico	1187	0.45	2024	5.34	13.19	124.52
	Uis	Askari-华友钴业	7154	0.63	2023	45.07	111.32	
刚果（金）	Manono	AVZ Minerals etc	84200	1.61	Jan-24	1355.62	3348.38	3348.38
马里	Goulamina	Leo Lithium-赣锋锂业	26720	1.38	Jun-24	368.74	910.78	994.30
	Bougouni	Kodal Minerals-海南矿业	3190	1.06	2024	33.81	83.52	
加纳	Ewoyaa	Atlantic lithium	3680	1.24	Jul-24	45.63	112.71	112.71
合计			149216.27	1.40		2093.39	5170.68	

资料来源：各公司公告整理，东方财富证券研究所

海南矿业控股的 Bougouni 锂矿 2024Q4 有望投产。Bougouni 锂矿项目位于马里首都以南 180 公里。Bougouni 锂矿矿产资源量估计为 3190 万吨，氧化锂平均品位为 1.06%。2023 年 11 月，海南矿业以 1.18 亿美元完成了 KOD14.72% 股份的认购及向其子公司 KMUK 增资获得 51% 股权的全部手续，从而取得位于非洲马里的 Bougouni 锂矿控制权。根据海南矿业最新公告，Bougouni 锂矿一期重选厂达产后年产 5.5% 以上品位的锂精矿 10-12 万吨，预计 2024 年 11 月建成投产。如能按期投产，该矿 2024 年产量计划为 2000 吨。中远期看，2025-2028，Bougouni 锂矿将全力产出，达到 12.5 万吨锂精矿产能。2026 年公司开始建设二期浮选厂，开发 Sogola-Baoulé 和 Boumou 采区的细粒锂辉石资源，选矿设计能力约为 150 万吨/年，可新增产出品位为 5.5% 以上的锂精矿 15 万吨/年。

图表 26: kodal bougouni 锂矿 2024 年开发计划



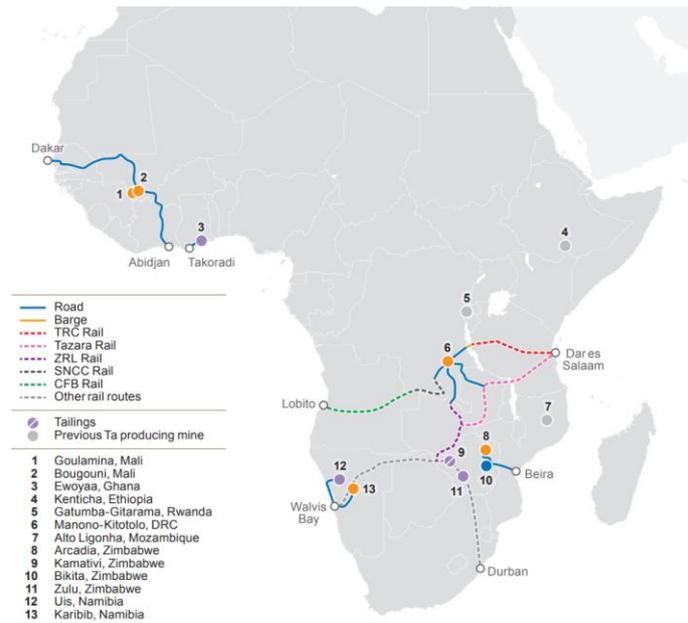
资料来源：kodal 官网，东方财富证券研究所

赣锋旗下 Goulamina 锂矿 2024Q3 有望投产。Goulamina 锂辉石矿项目位于非洲马里南部地区，矿区面积 100 平方公里。探明+推定+推断的矿石资源量共 2.67 亿吨，Li₂O 品位 1.38%。截止 2024 年 5 月，赣锋锂业持有 Goulamina 项目 90% 权益。根据官网公布的数据，Goulamina 存续期间平均年产锂精矿 72.6 万吨，生产高峰期可年产 88 万吨，项目现规划一期产能 50.6 万吨锂精矿，二期产能可扩建到 83.1 万吨锂精矿。据 Leo lithium 2023 年报披露，在建成后，Goulamina 单吨锂精矿的 FOB（离岸价）平均现金成本仅仅为 365 美元，具有显著的价格优势。截止 2024/6/30，Goulamina 项目地已经储备了 70 万吨品位为 1.58% 的氧化锂（Li₂O），leo lithium 公司预计第三季度开始首批生产。根据投产进度，我们预计 2024 年产出 10 万吨锂精矿，2025 年产能完全释放，年产 50 万吨锂精矿。

华友钴业持有的 Arcadia 锂矿为津巴布韦第二大矿。阿卡迪亚（Arcadia）位于津巴布韦的马绍纳兰东区，距离首都哈拉雷以东约 38 公里。华友钴业于 2021 年底斥资 4.22 亿美元收购前景锂矿公司 PLZ100% 股权，获得 Arcadia 锂矿 100% 权益。截至 2023 年 12 月，arcadia 矿石资源量 6184.97 万吨，矿石储量 4447.72 万吨，氧化锂品位 1.1%，氧化锂金属量 68 万吨。根据可研报告，arcadia 矿在产期间 LOM 的平均产出为 14.7 万吨锂辉石精矿 SC6，9.4 万吨 4% 技术级透锂长石精矿，2.4 万吨 4% 化学级透锂长石精矿。2023 年 3 月项目投料试生产，成功产出第一批产品。arcadia 项目年处理矿石量达 450 万吨，较此前大幅提升，设计产能折合 5 万吨 LCE，我们预计 2024-2025 年均精矿石产量约 50 万吨/年。

盛新锂能控股的 Sabi Star 年产精矿 24 万吨。Sabi Star 锂钽项目位于津巴布韦东马索纳兰省 Sabi Star 矿区。2021 年 11 月 3 日，盛新锂能以 7650 万美元的价格收购津巴布韦萨比星锂钽矿项目 51% 权益。根据最新勘探结果，矿区范围内累计查明 Li_2O 金属氧化物 88,465 吨，平均品位 1.98%。根据盛新锂能 2023 年报，萨比星项目原矿生产规模 90 万吨/年，折合锂精矿约 20 万吨/年。预计 Sabi Star 锂矿 2024 产能是 2 万吨精矿/月，年产能 24 万吨。我们预计 2025 年锂精矿产量持平，为 24 万吨左右。

图表 27：非洲主要锂矿地理位置及其交通、港口分布



资料来源：《Lithium resources, and their potential to support battery supply chains, in Africa》
British Geological Survey, 东方财富证券研究所

Kamativi 锂矿，雅化集团控制，24 年三季度产出。Kamativi 锂矿及布拉瓦约金镍项目位于津巴布韦西部。最新数据显示，截止 2024 年 5 月，Kamativi 多金属矿已勘探区内矿石量 2422 万吨， Li_2O 资源量 30 万吨，折合碳酸锂当量为 75 万吨。2022 年 7 月 28 日，雅化集团以 9290 万美元获得 KMC 60% 的股权，从而间接拥有 Kamativi 60% 矿权。根据公司公告，Kamativi 锂矿预计 2024 年第三季度开始产出，年度产出约 10 万吨锂精矿，2025 年产出 20 万吨以上精矿。

天华新能投资的 Zulu 锂矿产出不及预期。Zulu 锂和钽项目位于津巴布韦布拉瓦约 80 公里处。截止 2024 年 1 月，祖鲁锂钽矿含有矿石量 2475 万吨， Li_2O 平均品位 0.43%，金属量 10.7 吨。2022 年 3 月天华新能出资 1200 万英镑收购 Premier 13.38% 的股权，成为第一大股东并拥有锂精矿产品 50% 的包销权，约定 Premier 每年交付 4.8 万吨锂精矿。由于 2023 年 5 月未能按时交付，天华新能于 23 年 6 月终止了预购协议。2023 年 8 月，双方再次签订修订协议，约定 Premier 最迟于 2025 年 4 月交付产品，并在其不能交付的条件下，有权获得 Zulu 的直接权益。2024 年 6 月，Premier 发布公告投产延迟。根据 Premier 内部估计，Zulu 项目投产后，锂辉石精矿的维持成本 AISC 为每吨不超过 750 美元，产量每月 4000 吨，年产量 5 万吨。由于建设不及预期，我们预计 2024 年

仍然无法如期产出，若进度加快，2025年可能产出3万吨以上。

Lepidico 控股的 Karibib 锂矿预计 2025 年投产。Karibib 锂矿距离首都温得和克 210 公里，距离鲸湾 220 公里。Karibib 锂矿现有锂矿储量 940 万吨，Li₂O 品味 0.43%。Karibib 锂矿项目由澳大利亚勘探公司 Lepidico 所有，股权占比为 80%。Lepidico 2023 年报披露，Karibib 加工厂设计为前四年（第一阶段）加工 33 万吨/年的矿石，从第五年起（第二阶段）加工能力提升到 54 万吨/年。根据 Lepidico 公司公告，预计 Karibib 锂矿项目 2025 年 2 月开始采矿活动，8 月份加工厂开工。我们预计 2025 年产出锂云母精矿约 2 万吨，2026 年产出 6 万吨。项目的 C1 成本为 5891 美元/吨碳酸锂，全部维持成本为 8730 美元/吨碳酸锂。

大西洋锂业控股的 Ewoyaa 锂矿预计 2026 年投产。大西洋锂业 Atlantic Lithium 为 Ewoyaa 项目运营公司。截止 2024 年 7 月，Ewoyaa 矿石量 3680 万吨，Li₂O 品味 1.24%，金属量 45.6 万吨。根据 Atlantic 公告，项目将从 2026Q1 开始投产，预计年处理矿石量 270 万吨，折合 30 万吨锂精矿，预计每吨精矿成本 AISC 为 675 美元/吨。

Askari metals ltd 控股的 Uis 锂矿目前尚在勘查阶段。Uis 项目位于纳米比亚中西部的 Erongo 地区。Uis Lithium 矿蕴藏着 7154 万吨资源，氧化锂含量为 0.63%。截止 2023 年 12 月，Uis 完成了针对四个优先级高的锂辉石岩脉的大规模勘探沟槽计划，开始详细的测绘和通道采样工作，我们预计产出时间在 2025 以后。

刚果（金）Manono 锂矿规模最大，但深陷权益纠纷。Manono 项目位于刚果民主共和国上加丹省首府卢本巴希以北约 500 公里的马诺诺镇附近，项目占地约 188 平方公里。2024 年 1 月 AVZ 公布的信息显示，Manono 锂矿石总资源量增加到 8.42 亿吨，氧化锂平均品位为 1.61%，折合 Li₂O 1356 万吨，折合碳酸锂（LCE）当量 3348 万吨。

项目的权益存在较大争议，AVZ、紫金矿业与刚果金政府仍在协调之中。根据 AVZ Minerals 的公告，AVZ 持有 75% 项目权益，DRC 刚果金政府持有 25% 权益。此前，2020 年 9 月，AVZ Minerals 已与中企苏州天华时代新能源产业投资公司达成协议，天华时代为天华新能控股子公司。AVZ 获得天华时代 2.4 亿美元的注资后，天华时代将获得该项目公司 24% 股权，条件达成后权益比例将变为 AVZ 持有 51%，天华时代持有 24%。根据紫金矿业公告，其子公司金城矿业受让 COMINIÈRE 15% 股权有效，因此 AVZ 的股权为 60%，紫金矿业持股 15%，则若天华时代增资完成后，AVZ 持股比例变为 36%，天华时代持有 24%，AVZ 将失去绝对控制权。根据 AVZ 在 2020 年 4 月公布的可行性报告，Manono 项目设计产能每年处理 450 万吨锂矿石，生产 70 万吨锂精矿 SC6，其中 54.7 万吨用于出口，设计寿命为 20 年。Manono 锂矿整个生命周期生产 6% 锂精矿成本单吨仅为 371 美元，主要费用为运输费，占比达 68%。若 25 年公司能成功解决上述争议，则将产出约 70 万吨锂精矿。根据 AVZ 2024 年 8 月最新公告，Manono 项目仍处于法律争议当中。

图表 28：非洲锂矿产出预测（万吨）

国家	项目名称	已建成产		扩增产			开发情况
		能	能	2024E	2025E	2026E	
津巴布韦	Bikita	60	无	36	50	60	400万吨选矿产线23年11月达产，对应60万吨精矿
	Arcadia	50		29.4	50	50	24年项目年处理矿石量达450万吨，设计产能折合5万吨LCE，
	Zulu	0	5	0	3	5	2024年6月设备技术规格不达标，产出推迟到25年
	Sabi						
	star	20	20	24	24	24	2023年达产，24/25年满产
	Kamativi	20		10	20	20	24年三季度投产，预计年底达产，25年满产
刚果金	Manono	70	70	0	/	/	截止24年8月，仍处于法律纠纷当中，生产推迟
马里	Bougouni						2026年公司开始建设二期浮选厂，可产出品位为5.5%以上的锂精矿
	goulamin	12.5	28	0.2	12.5	12.5	15万吨/年。
	a	50	80	10	50	50	现规划一期产能50.6万吨锂精矿，二期产能可扩展到83.1万吨锂精矿
纳米比亚	Karabib	0	6	0	2	6	2025年2月开始采矿活动，8月份加工厂 concentrator 开工，26年满产
	Uis	0	0	0	0	0	勘探测绘中，预计产出在2025及以后
加纳	Ewoyaa	0	30	0	0	20	2025年2月开始初步处理矿石，2026年一季度开始加工
锂精矿合计-万吨					109.6	211.5	247.5
LCE 下限-万吨					11.0	21.2	24.8
LCE 上限-万吨					13.7	26.4	30.9

资料来源：各公司公告、调研纪要整理，东方财富证券研究所预测，风险提示：根据目前矿山开工情况或项目建设进度结合主观预测得出，存在实际产出不及预期的风险。

3.3. 中矿资源锂盐业务经营情况复盘

2018 年收购东鹏新材，入局锂冶炼。在 2018 年收购东鹏新材后，公司其实已经具备了 3000 吨的氟化锂。而且，东鹏新材此时还在筹划建设年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂和 1 万吨电池级碳酸锂生产线项目。在资源端，公司 2018 年入股澳大利亚 Prospect 资源有限公司 8.41% 权益，获得 Arcadia 锂矿项目 28 万吨的锂辉石精矿（Li₂O 6%）和 78.4 万吨的透锂长石精矿（Li₂O 4%）的包销权。

2019 年收购 Tanco 矿山。截止 2019 年底，公司已经具备 3000 吨电池级氟化锂，和 6000 吨电池级碳酸锂产能。2019 年公司的 1.5 万吨电池级氢氧化锂和 1 万吨电池级碳酸锂生产线项目持续推进中。资源端，2019 年公司收购了 Tanco、GSF Inc 及 GSF Limited 100% 股份，拥有了加拿大 Tanco 矿山的控制权。而 Tanco 矿山当时拥有待开发的约 128 万吨矿石量的锂辉石资源。2020 年公司新建锂盐项目仍处于建设期，氟化锂和碳酸锂产能与 2019 年相同。

2021 年 2.5 万吨锂盐产能和 Tanco 采选产能达产。2021 年，公司完成了 3000 吨/年电池级氟化锂生产线的改扩建工作，氟化锂产能扩张至 6000 吨。同时，2021 年三季度公司 2.5 万吨的电池级氢氧化锂和碳酸锂产线点火投料，第四季度完成达产爬坡，公司锂盐产能扩张至 2.5 万吨。公司原有的 6000 吨电池级碳酸锂产能则主要用于氟化锂产品的配套。资源端，2021 年加拿大 Tanco 矿

山 12 万吨锂辉石采选系统投产。2021 年公司锂盐产品实现销量 5230 吨。

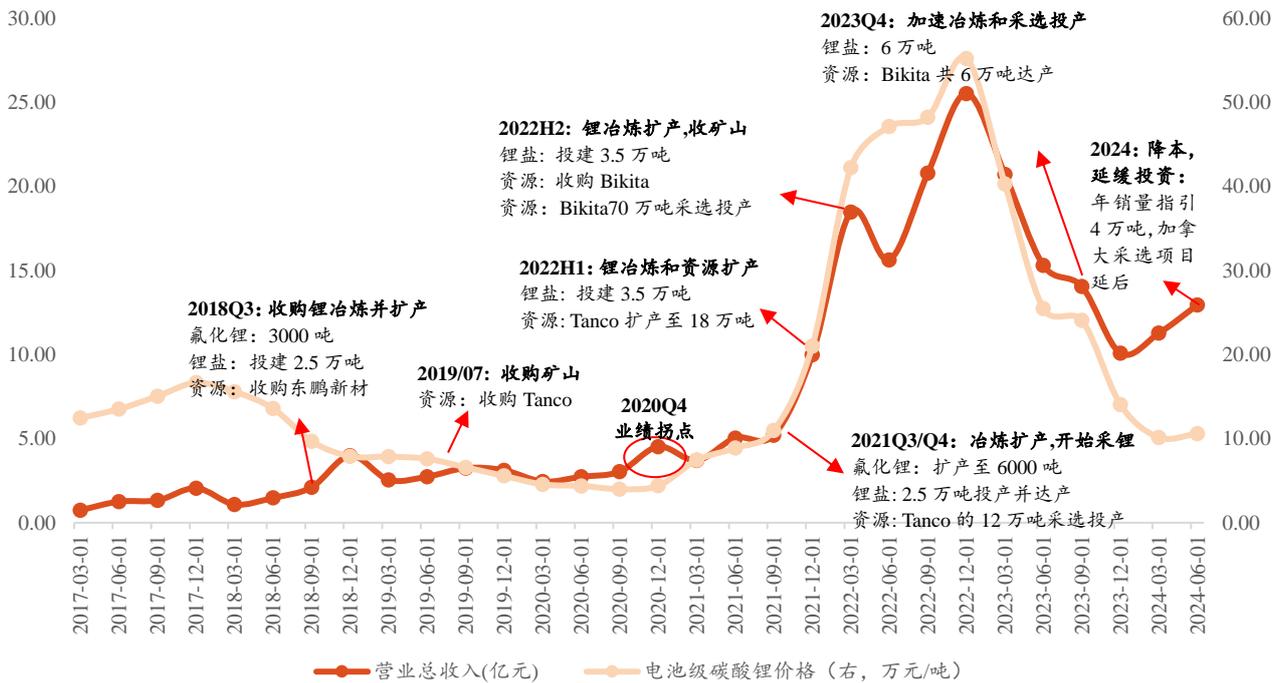
2022 年收购 Bikita，并同时再度扩张锂冶炼产能。2022 年公司 2.5 万吨锂盐产线产能利用率大幅攀升，2022 年共实现销量 2.42 万吨，同比大幅增长 362.9%。2022 年 3 月，公司公告拟投资建设年产 3.5 万吨高纯锂盐项目。资源端，公司 Tanco 矿山采选能力由 12 万吨提升至 18 万吨。公司于 2022 年 7 月完成收购津巴布韦 Bikita 矿山的收购，并在 2022 年实现了原有 70 万吨透锂长石选厂的满产。2022 年公司 Bikita 矿山完成透锂长石矿石开采量 19.92 万吨，Tanco 矿山完成锂辉石精矿开采 12.63 万吨，一定程度满足了公司自有矿的需求。

2023 年加速新投 Bikita 采选和东鹏新材锂冶炼产能达产。2023 年公司产 3.5 万吨高纯锂盐项目于 2023 年 11 月点火投料试生产运营，并于 2024 年 2 月实现达产达标状态，加上前期的 2.5 万吨氢氧化锂和碳酸锂，以及 6000 氟化锂产能，公司锂盐产能扩张至 6.6 万吨。资源端，公司 Bikita 锂矿 200 万吨/年（锂辉石）建设工程项目和“Bikita 锂矿 200 万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目”于 2023 年 7 月建设完成并正式投料试生产。2023 年 11 月，前述两个项目已实现稳定生产，达到项目设计规划的生产能力和产品质量，实现达产达标。两个项目分别年产约 30 万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿，对应公司 6 万吨氢氧化锂和碳酸锂产能的原料需求。2023 年 2 月，公司召开董事会审议通过了投资新建 Tanco 矿山 100 万吨/年选矿工程的决议。在 Bikita 矿山和 Tanco 矿山合力下，2023 年公司自有矿共实现锂盐产量 15,771.9 吨。

2024 年对锂采选产能进行降本增效。2024 年公司 Bikita 锂辉石和透锂长石采选工程均已实现稳定生产。2024 年上半年，公司通过输变电线路的建设完成了 Bikita 矿山市政电的接入，减少对化石类能源的依赖，有效降低了生产成本。Bikita 矿山配套的光伏发电项目也于上半年完成了建设，所发电量达到矿山每日用电量 20%以上，也大大降低了 Bikita 矿山的用电成本。2024H1 公司自有矿锂盐实现销量 16798.7 吨，同比大幅增长。

2020Q3 是公司业绩的关键转折点。公司以上在锂冶炼端和资源端的双重布局正是公司能抓住碳酸锂 2020-2022 年这一轮景气周期的核心。如前文所示，在 2020Q3 碳酸锂价格回暖之前，公司通过东鹏新材的收购和海外锂矿资源的包销，在冶炼端做好了准备。随着 2020 年三季度碳酸锂价格的回暖，2020Q4 公司业绩开始环比改善，并迎来拐点。2020Q4 公司实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 44.9%，环比增长 48.7%；实现扣非净利润 0.71 亿元，同比增长 787.5%，环比增长 207.0%。公司 2020Q4 收入和利润均创出历史新高。2021Q1 公司实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 51.0%，环比下降 18.1%；实现扣非净利润 0.73 亿元，同比增长 188.5%，环比增长 5.6%。2021Q1 收入虽然较 2020Q4 有所回落，但是单季度扣非净利润保持历史新高水平。从历史上看，一季度通常是公司经营的季节，业绩表现会比较一般，2021Q1 业绩淡季不淡的特征其实是进一步确认了公司的业绩拐点。

图表 29：中矿资源单季度收入和电池级碳酸锂价格



资料来源：公司公告，choice 行业数据库，东方财富证券研究所

公司业绩 2021Q1 进一步确认拐点之后，公司业绩从 2021Q2 开始环比加速。2021 年公司实现营业收入 23.9 亿元，同比增长 87.7%；实现扣非后归母净利润 5.40 亿元，同比增长 255.0%；其中，锂盐业务实现营业收入 9.4 亿元，同比增长 393.4%，占公司总收入比例达到 39.3%，实现毛利亿元 4.7 亿元，占公司总毛利比例达到 40.4%。2022 年公司收入和利润继续创历史新高，实现收入 80.4 亿元，同比增长 232.5%，实现扣非后归母净利润 32.2 亿元，同比增长 496.8%。其中，2022 年锂盐业务实现收入 63.4 亿元，占收入比例达到 78.8%，实现毛利 34.1 亿元，占总毛利比例达到 80.0%，锂盐已经成为公司主力业务。

2022Q4 电池级碳酸锂价格达到历史性的 55.2 万元/吨，公司单季度收入和利润也创出了历史新高。2022Q4 公司实现收入 25.5 亿元，同比增长 155.5%，环比增长 22.8%；实现扣非后净利润 12.4 亿元，同比增长 385.9%，环比增长 70.6%。随着 2023Q1 碳酸锂季度均价回落，公司 2023Q1 实现收入 20.7 亿元，同比增长 12.1%，环比下降 18.8%；实现扣非后净利润 11.0 亿元，同比增长 41.4%，环比下降 11.9%。2023Q1 公司的收入和利润同比仍然保持正增长，但是环比出现回落，是公司业绩向下的重要拐点。随后，2023Q2 至 2024Q2 公司收入和利润的同比开始出现大幅回落。

图表 30：锂盐销量单价分解

	锂盐		
	2021	2022	2023
销售量-吨	5,230	24,207	17,407
yoy		362.9%	-28.1%

收入-万元	94,158	633,520	424,288
yoy		572.8%	-33.0%
单价 万元/吨	18.01	26.17	24.37
yoy		45.4%	-6.9%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 铯铷资源稀缺性构筑坚实壁垒

4.1. 铯铷行业介绍

全球铯和铷资源稀缺。铯在自然界没有单质形态，主要以盐的形式极少地分布于陆地和海洋中，全球保有矿石量稀少。铯具有独立矿物铯榴石，氧化铯的品位在5%~32%，是提取铯的主要原料；独立矿物是指形成了能够在肉眼或显微镜下进行矿物学研究的，并且可用机械或物理方法分离出单矿物样品的矿物颗粒(粒径>0.001mm)。根据美国地质调查局（USGS）统计数据显示，全球铯矿产资源储量不到20万吨，主要集中在加拿大、澳大利亚、津巴布韦、纳米比亚和中国。全球可规模化开采的铯榴石资源主要集中在三大矿区，分别为加拿大Tanco矿区、津巴布韦Bikita矿区和澳大利亚Sinclair矿区。铷无单独工业矿物，常分散在锂云母、铯榴石和盐矿层之中。铷比锂和铯的地球丰度高，但由于不存在富铷矿物，提取难度较大，铷主要作为铯和锂的加工副产品进行综合回收。

铯产品运用领域广泛。铯主要用于精细化工、油气钻探、航空航天、光电、医疗医药、5G通信、时间频率行业、防火材料等领域。其不可替代性和卓越性能已获得相关领域高度认可和规模化使用，西方发达国家是全球铯的主要消费国，我国在铯的高端应用领域与西方发达国家仍有差距。铷产品在电子器件、催化剂、特种玻璃以及能源等高科技应用领域也具有良好的运用。

图表 31：中矿资源铯铷盐主要产品种类及用途介绍

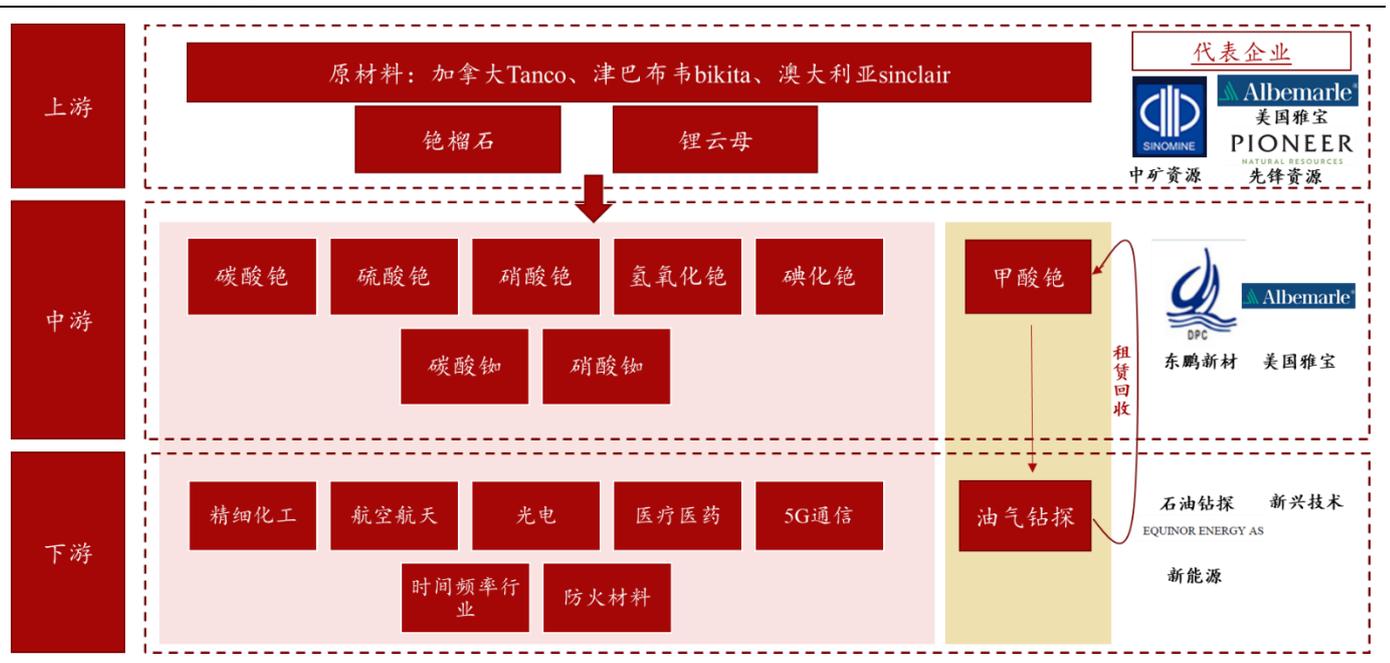
年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023
铯盐主要产品	碳酸铯及硫酸铯	碳酸铯、硫酸铯、碘化铯、甲酸铯	主要包括碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯和甲酸铯等			
铷盐主要产品	碳酸铷、硝酸铷					
产品	应用领域	具体应用				
铯铷的精细化工产品(碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯、碳酸铷和硝酸铷等)	国防军工	夜视成像、特种玻璃、放射性报警器、光电管、无线电电子管、军用红外信号灯				
	航空航天	原子钟、离子推动发动机				
	通讯	5G、离子云通讯、光纤通讯				
	新兴能源	磁流体发电材料、热离子转化发电				

	医药	安眠药、镇静剂及医治癫痫病等药剂、合成碱性溶剂
	特种玻璃	可降低玻璃导电率、增加玻璃使用寿命和稳定性等
	工业催化剂	广泛应用于氨合成、硫酸合成、氢化、氧化、聚合等催化合成反应中
	电子器件	光电池、光电发射管、电视摄像管和光电倍增管等光电转换的重要材料；辐射探测设备、医学影像设备和夜视设备等红外技术的必需材料。
甲酸铯	油气勘探	钻井液、完井液、封隔液、射孔液、填充液等

资料来源：公司公告，年报，东方财富证券研究所

甲酸铯以油气领域应用为主。甲酸铯是铯盐细分领域中市场最大的产品之一，作为油气行业中最优质的钻井液、完井液、封隔液、射孔液和填充液，以大幅度提高产油率和钻进效率、减小摩擦系数、降低卡钻风险、不易引起金属腐蚀、环保等无可比拟的优势，倍受世界级石油企业的青睐，已广泛应用于欧洲北海等地区。

图表 32：铯铷行业产业链



资料来源：公司公告整理，东方财富证券研究所

根据地球学报《中国铷铯资源需求展望》，2020年国内氧化铯的消费量为796.5吨，其中756吨应用于传统领域化工行业，包括石油领域，占比90%以上。按照2015-2020的增长率3.76%，2025化工行业需求量将达到909吨。非金属矿物制品行业是铯金属第二大应用领域，2025年需求量有可能达到30万吨左右。通信设备、计算机和其他电子设备制造业是铯第三大应用领域，2025年需求量可能达到18万吨左右。

图表 33：铯金属需求预测

产业	产品	2020 年消费量- 吨	乐观情形	乐观情形	中性情形	中性情形
			2015-2018CAGR	2025 年需求量	2015-2020CAGR	2025 年需求量
化工业	催化剂、助 焊剂、医药	756	6.55%	1 178.64	3.76%	909.23
非金属矿物制品业	特种玻璃	19	16.82%	56.41	9.65%	30.12
交通运输设备制造 业	航空推进器	0.24	0.07%	0.24	-1.57%	0.22
通信设备、计算机 和其他电子设备制 造业	光电器件	19	-0.28%	18.74	-0.90%	17.83
仪器仪表制造业	原子钟	2.3	6.20%	3.51	0.39%	2.78

资料来源：高芯蕊, 贾宏翔, 李天骄等. 中国铷铯资源需求展望[J/OL]. 地球学报:1-7[2023-02-21], 东方财富证券研究所

4.2. 中矿资源的铷铯资源禀赋

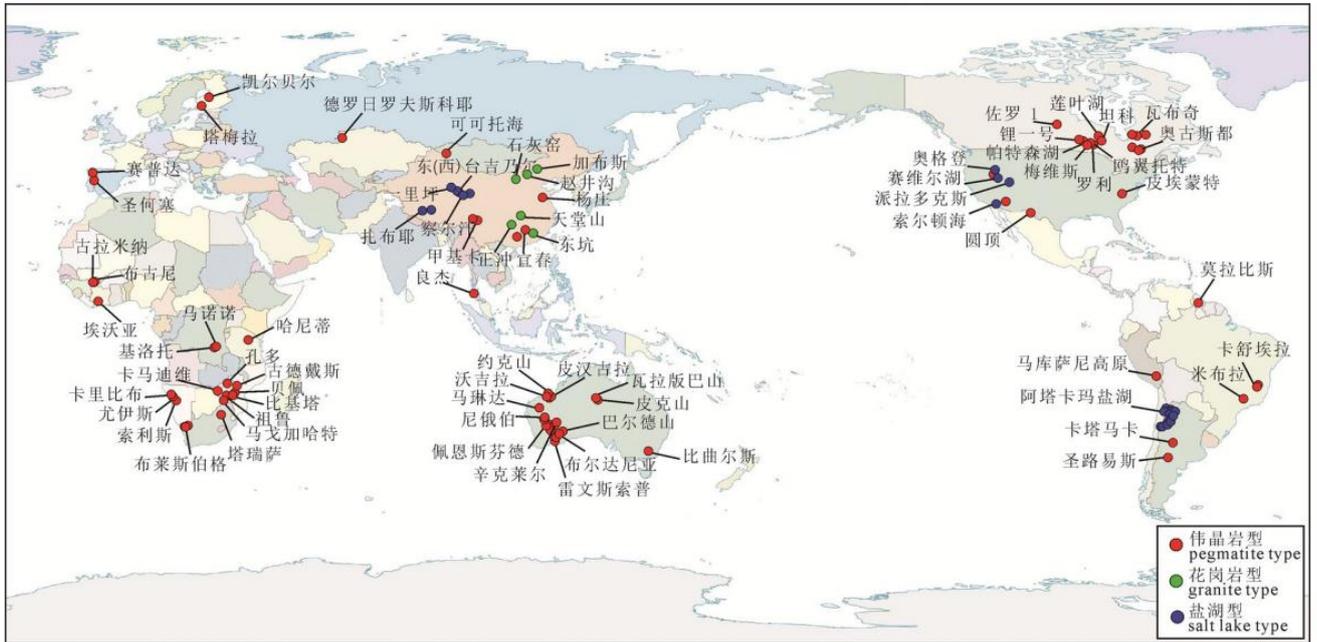
全球的铯矿资源稀缺，目前已知有开采记录的仅有加拿大 **Tanco**、津巴布韦的 **Bikita** 矿和 **Sinclair** 矿山。Tanco 的矿权起始最早为 1968 年，中矿资源所收购的 Cabot 特殊流体事业部拥有 Tanco 矿山所有权。加拿大 Tanco 矿山保有铯矿产资源量 11.608 万吨，其中 Cs₂O 金属资源量为 1.608 万吨；铯尾矿矿石资源量约为 352.22 万吨，其中 Cs₂O 金属资源量约为 2.6 万吨，合计 Tanco 矿山保有 Cs₂O 金属资源量 4.208 万吨。

Sinclair 矿山铯资源开采进度不详，或进入停滞阶段。Sinclair 矿山位于西澳 Norseman 北部 35 公里处，在 2016 年被先锋资源有限公司 Pioneer Resources Ltd 发现，是在澳大利亚发现的第一个铯榴石矿床。2016 年~2019 年，Sinclair 矿已经完成了第一阶段的采矿作业。在一阶段的采探矿过程中，共探获矿石资源量 7110 吨，氧化铯品位 16.4%，包含 1166 吨铯氧化物。2020 年 6 月，新一轮勘探结果显示，矿石量增加到 1.21 万吨，氧化铯含量 429 吨。2020 年公司已将所有铯资源出售，2021 年公司更名为 Essential Metals(ESS)，2023 年被 Develop 收购。目前 Sinclair 矿山由 Develop 运营，勘探的资源主要为锂化合物，对铯的勘探没有太多进展，铯开采陷入停滞。

Bikita 矿山，据中矿资源的公告，也是主要的铯资源来源地，但截止目前，并没有详细的资源量估计。

铯矿床全球零星分布，资源量无明确数据。根据 USGS (United States Geological Survey) 《Mineral Commodity Summaries 2024》，2023 年全球铯资源储量分布不明，除中国、加拿大外其他地区的铯矿多已停止开采，或处于研究阶段，尚不能确定经济开发价值。USGS 保守估计，澳大利亚、加拿大、中国和纳米比亚合计的铯榴石矿不超过 20 万吨，按 5%-32% 的铯氧化物含量计算，氧化铯含量在 1-6 万吨左右，Tanco 资源占比极高。

图表 34：全球铷铯矿床分布图



资料来源：高芯蕊, 贾宏翔, 李天骄等. 中国铷铯资源需求展望[J/O]. 地球学报:1-7[2023-02-21], 东方财富证券研究所

4.3. 中矿资源的铷铯业务经营情况

公司甲酸铯业务当前较为平稳。2019-2021 年，公司甲酸铯业务收入分别为 0.74、1.98 和 4.18 亿元；公司甲酸铯毛利则从 2019 年的 0.25 亿元增长至 2021 年的 2 亿元以上。2019-2021 年公司甲酸铯业务收入高速增长，一方面原因系 2019 年公司完成了对 Cabot 公司的收购，另一方面，通过对东鹏新材和 Cabot 公司铷铯业务的整合，公司甲酸铯业务得以快速在国内外进行扩张。2022-2023 年公司甲酸铯业务收入分别为 4.42 和 4.20 亿元，同比分别增长 5.6% 和下降 4.9%。从甲该收入近三年趋势看，该业务目前总体进入了一个稳定发展期。目前甲酸铯业务收入波动主要受石油行业下游需求的影响。2021-2023 年公司甲酸铯销售桶数分别为 3516、2597、2946 桶，对应销售单价分别为 1.87、2.44、2.01 万美元/桶。

公司铷铯精细化工业务具有较好的成长性。2020-2023 年，公司铷铯精细化工的收入分别为 3.10、3.93、4.89 和 7.04 亿，同比增长 26.7%、24.5% 和 43.8%。2021-2023 年公司铷铯精细化工产品平均销售价格分别为 45.8、61.7 和 70.4 万元/吨，销量分别为 858.0、793.5 和 999.2 吨。受益于价格和毛利率的提升，公司铷铯业务近几年保持着较好的增长态势。考虑铷铯业务下游需求的刚性，和公司铷铯业务在全球较高的市场份额，预计公司铷铯业务未来会继续保持增长态势。

图表 35：铷铯盐、甲酸铯产销 2021-2023（万元）

	2021	2022	2023	2022yoy	2023yoy
甲酸铯收入	41800	44160	42000	5.6%	-4.9%
甲酸铯销量/桶	3515.52	2597.48	2946.35	-26.1%	13.4%

甲酸铯价格 万美元/桶	1.87	2.44	2.01	30.5%	-17.6%
铯铷盐（不包含甲酸铯）收入	39328.81	48948.64	70378.80	24.5%	43.8%
铯铷盐销量	858.01	793.51	999.23	-7.5%	25.9%
铯铷盐价格 万元/吨	45.84	61.69	70.43	34.6%	14.2%

资料来源：公司公告，choice 财务数据，东方财富证券研究所

5. 铜矿资源蓄势待发，向多金属综合矿企迈进

5.1. 中矿资源铜矿资源禀赋

公司铜矿资源储备丰富，为另一个待开发的潜力品种。近年来，公司先后收购了赞比亚地区的卡森帕铜矿、Kitumba 铜矿、卡希希铜矿和卡布韦铜矿，储备了较多的铜矿资源。而且，公司于 2024 年 4 月份收购了纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂，进一步表明了公司未来拟进行铜矿资源开发的决心。除锂和铯铷资源外，铜矿资源的储备已经成为公司另一个潜力资源品种，公司初步具备了成为综合性多金属资源矿产开发企业的潜力。

卡森帕-希富玛铜铁金矿项目铜金属资源量为 22 万吨。卡森帕铜矿面积 249.548 平方千米，采矿许可有效期至 2039 年 5 月 22 日，公司及所属全资子公司中矿国际赞比亚工程有限公司和中矿国际勘探（香港）控股有限公司合计拥有卡森帕铜铁金矿项目 92% 的股权。卡森帕铜铁金矿区，历经多年的勘查工作，已经探获了希富玛铜矿和卡马提克铁矿，其中希富玛铜矿已进入正式的开发生产运营阶段。矿区累计探获（332）+（333）类别铜矿产资源量 3,019.036 万吨，铜金属量 21.843 万吨，平均品位 0.724%；

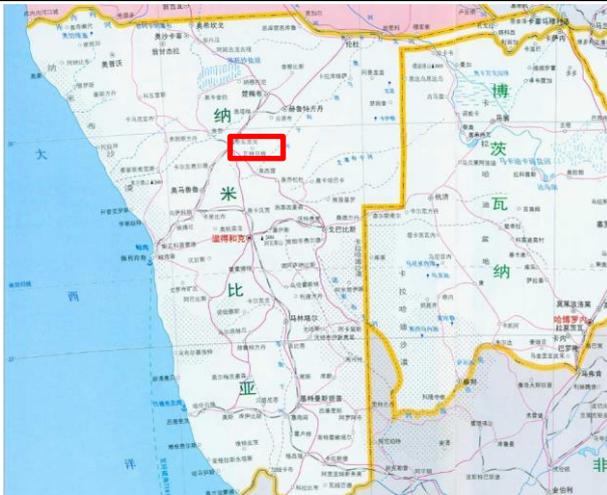
图表 36：中矿资源铜矿统计

赞比亚铜矿项目	矿石量-万吨	品味%	金属量-万吨
希富玛铜矿	3019	0.724%	21.84
Kitumba 铜矿	2790	2.200%	61.40
卡希希铜矿	289	2.139%	6.18
卡布韦铜矿	1104.1	1.400%	15.46
合计	7202.1	1.456%	104.88

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

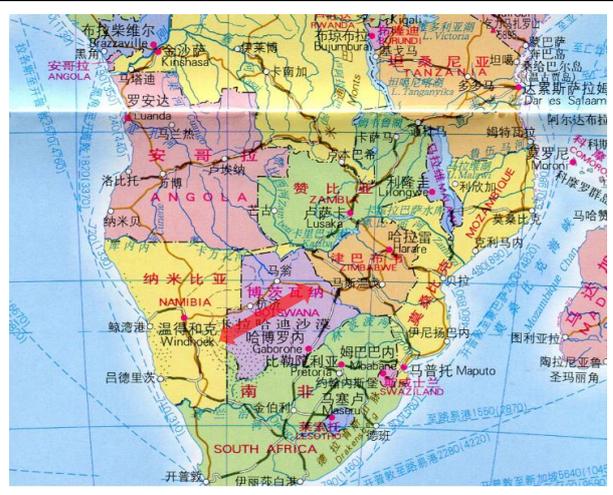
2024 年 7 月公司以 5850 万美元收购 Kitumba 铜矿项目 65% 权益。2024 年 3 月 14 日，公司全资下属公司 African Minerals Limited 以 5850 万美元收购 Momentum Ventures Limited 持有的 Junction 50% 股权和 Chifupu Resources Limited 持有的 Junction 15% 股权。Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目。赞比亚 Junction 拥有矿权编号为 19820-HQ-LML 的采矿权证，面积 248km²，有效期至 2039 年 11 月。本次交易完成后，公司拥有 Kitumba 铜矿项目 65% 的权益，该笔交易已经于 2024 年 7 月底完成。

图表 37: Namibia Tsumeb 冶炼厂地理位置



资料来源：地图网，东方财富证券研究所

图表 38: 赞比亚与纳米比亚地理位置



资料来源：地图网，东方财富证券研究所

Kitumba 铜矿目前累计探获铜金属量 **61.4 万吨**，未来具有良好的成矿潜力与找矿远景。Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿产资源量为 2,790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.2%。矿区内已探获区域之外仍存在 Kakozhi、Mushingashi 和 Mutoya 等数处重力和磁异常与激电异常及土壤地球化学异常区，已有工作表明异常区发育有相同类型的 IOCG 型铜矿化，具有良好的成矿潜力与找矿远景。

赞比亚卡希希和卡布韦铜矿铜金属资源量分别为 **6.2 和 15.5 万吨**。卡希希铜矿两条矿体总矿石量 289.020 万吨，平均含铜 2.139%，铜金属量 6.183 万吨。卡布韦 (Kabwe) 是赞比亚中央省 (Central Province) 的首府，同时也是卡布韦区的中心。卡布韦铜矿合计 (333) 类矿石量 1,104.10 万吨，铜金属量 15.46 万吨，平均品位 1.4%。

公司拟收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂，为后续铜矿开发奠定基础。2024 年 3 月 7 日，公司全资子公司中矿（香港）稀有金属资源有限公司就收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂与 Dundee Precious Metals Ins. 达成协议。收购标的为其持有的 Dundee Precious Metals Tsumeb Holding (Pty) Ltd. (DPMTH) 98% 已发行股份，交易对价为 4900 万美元现金。DPMTH 主要资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂。截止 2024 年 8 月，公司对 Tsumeb 冶炼厂的收购事项仍然在商务谈判过程当中。

Tsumeb 冶炼厂是全球为数不多的能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一。冶炼厂工艺技术成熟，基础设施完善，交通运输便利，工厂通过铁路与大西洋港口鲸鱼湾 (Walvis Bay) 相连。目前冶炼厂精矿处理能力为 26 万吨 / 年，主要产品为粗铜和硫酸。通过技术升级改造，预计精矿处理能力可提升至 37 万吨 / 年。公司本次收购 Tsumeb 冶炼厂符合公司加快推动铜矿业发展的战略需要，将为公司可持续发展提供新的矿业开发增长点。

5.2. 中矿资源其他伴生资源禀赋

公司矿山中还有金、银、钴和稀土等伴生金属资源。希富玛铜矿和卡马提克铁矿，伴生矿产（333）类别资源量分别为伴生金为 6.64 吨，伴生银为 96.31 吨，伴生钴为 7,245.68 吨，伴生锌为 111,704.18 吨；矿区累计铁矿石资源量 3.48 亿吨，TFe 平均品位为 46.38%，其中（333）类铁矿石资源量 1.61 亿吨。津巴布韦铬铁矿，合计铬资源矿石量（333）类为 673 万吨。赞比亚孔布瓦（Nkombwa）稀土矿权区内累计探获的稀土氧化物矿石资源量 278 万吨，TREO 平均品位 2.76%，累计探获伴生的磷灰石型磷矿石资源量 2,182 万吨，P2O5 平均品位 7.06%。

图表 39：中矿资源其他矿产资源

其他矿产	矿石类型	矿石量-万吨	品味%	金属量-吨
卡马提克铁矿	伴生金			6.64
	伴生银			96.31
	伴生钴			7245.68
	伴生锌			111704.18
	铁矿石	34800	46.380%	1.61 亿吨
津巴布韦铬铁矿	铬资源矿石量	673		
赞比亚孔布瓦（Nkombwa） 稀土矿权	稀土氧化物	278	2.760%	76728.00
	磷灰石型磷矿石	2182	7.060%	1540492.00

资料来源：年报，东方财富证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 关键假设

锂盐销售

销量：结合公司投产情况以及产能利用率情况，我们预计公司 2024-2026 年锂盐销量分别为 4.00/5.00/6.00 万吨。

单价假设：锂盐市场自 2023 四季度起价格大幅跳水，价格回升速度有待提高，或低位运行一段时间，我们预计 2024-2026 年销售单价分别为 7.5 /8.0/8.8 万元/吨。

成本：考虑 Bikita 矿山 400 万吨选矿产线 24 年能达到锂盐 100%自给率，单吨成本有望下降，预计 2024-2026 年氢氧化锂产品的单吨成本分别为 5.5/5.5/5.2 万元/吨。

铯铷精细化工销售

销量：铯铷的需求量稳定，24 年提价销量略有回落，考虑宏观经济增长情况，我们预计公司 2025-2026 年铯铷盐的销量保持 5%的增速，分别为 900 /945 /992 吨。

单价假设：铯铷盐供应商稀缺，公司具有较强的定价权，2024-2026 增速分别为 20%/10%/8%，我们预计 2024-2026 年销售单价分别为 84.5/93.0/100.4 万元/吨。

甲酸铯

销量：结合油气行业的景气程度以及公司甲酸铯的库存情况，我们预计公司 2024-2026 年甲酸铯的销量稳中有降，分别增长-5.00%/-2.00%/1.00%，分别为 2,799/2,743/2,770 桶。

单价假设：甲酸铯价格受石油影响突出，考虑到地缘政治因素，我们预计 2024-2026 年销售单价同比变化-8.00%/-5.00%/2.00%，单价分别为 13.1 /12.5 /12.7 万元/桶。

固矿勘探

固体矿产勘探服务逐步转变为支持性业务，我们预计公司 2024-2026 年固体矿产勘探服务业务收入同比增长 6.0%/1.5%/1.5%，收入分别为 2.04 /2.07/2.11 亿元，毛利率分别为 27.5%/27.5%/27.5%；国际工程业务将逐渐剥离，未来不贡献收入。

国际贸易

在锂盐价格下行周期，公司会加强贸易业务中的技术级锂精矿产品的产销量，因此预计 2025-2026 年公司贸易业务收入迎来恢复，预计 2025-2026 年分别同比增长 15%和 18%，2024-2026 收入分别为 3.27/3.76/4.44 亿元。

综合来看，公司 2024-2026 预计可实现营业收入 47.48/58.16/72.95 亿元，分别同比变动-21.0%/22.5%/25.4%。

图表 40：盈利预测

锂盐销售	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6,335.20	4,242.88	3,000.00	4,000.00	5,280.00
YoY	572.83%	-33.03%	-29.29%	33.33%	32.00%
毛利率	53.8%	57.8%	26.7%	31.3%	40.9%
毛利润（百万元）	3,407.70	2,451.54	800.00	1,250.00	2,160.00
铯铷盐	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	489.06	704.00	760.91	878.85	996.61
YoY	24.35%	43.95%	8.08%	15.50%	13.40%
毛利率	69.9%	70.0%	82.0%	82.5%	83.0%
毛利润（百万元）	341.67	493.00	624.26	725.05	827.19

甲酸铯	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	442.03	419.79	366.90	341.58	351.90
YoY	5.75%	-5.03%	-12.60%	-6.90%	3.02%
毛利率	59.0%	54.9%	51.2%	48.6%	49.6%
毛利润（百万元）	260.65	230.61	187.76	166.03	174.59
国际贸易	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	573.07	440.86	327.09	376.15	443.86
YoY	41.2%	-23.1%	-25.8%	15.0%	18.0%
毛利率	32.3%	10.8%	25.1%	25.5%	24.0%
毛利润（百万元）	184.99	47.61	82.03	95.92	106.53
固矿勘探	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	178.67	193.12	204.63	207.70	210.81
YoY	12.59%	8.09%	5.96%	1.50%	1.50%
毛利率	31.0%	35.6%	27.5%	27.5%	27.5%
毛利润（百万元）	55.40	68.81	56.19	57.03	57.88
其他业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23.21	12.67	88.75	12.00	12.00
YoY	-69.7%	-45.4%	600.5%	-86.5%	0.0%
毛利率	35.0%	33.6%	21.2%	21.2%	21.2%
毛利润（百万元）	8.12	4.25	18.82	2.54	2.54

资料来源：公司公告，公司调研，东方财富证券研究所

6.2. 投资建议

结合公司 2024 年半年度业绩，和公司后续扩产规划，我们预计公司 2024-2026 年营收分别 47.48/58.16/72.95 亿元，归母净利润分别为 8.11/11.57/19.08 亿元，EPS 分别为 1.11/1.59/2.61 元，对应 2024/2025/2026 年 PE 分别为 25.49/17.89/10.85 倍。

公司业务包括锂盐和铯铷等小金属，因此选择的可比公司包括赣锋锂业、盛新锂能等锂盐公司，以及小金属钨的代表性个股章源钨业、小金属钛的个股西部材料以及小金属钽的个股东方钽业。如图 42 所示，可比公司 2026 年平均市盈率为 13.23 倍。考虑中矿资源铯铷小金属资源的稀缺性和成长性，和锂盐资源的高自给率，我们给予公司 2026 年 13.2 倍市盈率，对应未来 18 个月目标股价为 34.45 元，相对于 2024 年 9 月 6 日收盘价涨幅为 21.5%，因此给予公司“买入”评级。

图表 41：盈利预测假设

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	6013.32	4748.27	5816.28	7295.18
增长率(%)	-25.22%	-21.04%	22.49%	25.43%
EBITDA（百万元）	2762.92	1373.92	1809.25	2687.18
归属母公司净利润（百万元）	2208.16	811.83	1157.18	1907.83
增长率(%)	-32.98%	-63.24%	42.54%	64.87%
EPS(元/股)	3.15	1.11	1.59	2.61
市盈率(P/E)	11.84	25.49	17.89	10.85
市净率(P/B)	2.23	1.61	1.49	1.32
EV/EBITDA	8.66	13.09	9.84	6.15

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 42：同行业估值比较表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2023	2024E	2026E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
002460.SZ	赣锋锂业	528.90	2.46	1.08	1.78	2.53	4.21	24.37	14.71	10.37	未评级
002240.SZ	盛新锂能	103.73	0.77	0.92	1.20	1.58	3.78	12.26	9.35	7.14	未评级
002378.SZ	章源钨业	66.56	0.12	0.19	0.23	0.28	33.44	29.29	23.71	19.71	未评级
000962.SZ	东方钨业	50.93	0.41	0.46	0.57	0.70	36.70	21.90	17.62	14.43	未评级
002149.SZ	西部材料	61.12	0.40	0.50	0.68	0.86	41.51	25.25	18.48	14.48	未评级
平均值								22.61	16.77	13.23	

数据来源：Choice，东方财富证券研究所（股价截至 2024 年 09 月 06 日），未评级数据来自于 choice 一致预期

7. 风险提示

◆ 锂盐价格不及预期的风险：基于对当前锂盐供需情况的判断，在公司锂盐业务的盈利预测假设条件中我们对 2024-2026 年公司锂盐销售均价的假设分别为 7.5 万元/吨、8.0 万元/吨和 8.8 万/吨。考虑锂盐供应端和下游新能源汽车消费端在不断地动态变化中，未来锂盐供需情况可能超出预期，进而导致锂盐价格低于以上假设。

◆ 铯铷精细化工产品需求不及预期的风险：在铯铷精细化工产品收入的预测假设条件中，我们对公司铯铷精细化工产品 2024-2026 年销量假设分别是 900 吨、945 吨和 992 吨。而铯铷精细化工产品应用领域较为广泛，包括国防军工、新能源、医药等多个领域，其下游需求受到多重因素影响，未来需求有不达预期的风险。

◆ 甲酸铯产品需求不及预期的风险：在甲酸铯业务收入预测假设条件中，我们对甲酸铯 2024-2026 年同比销量增速的假设条件分别-5%、-2%和 1%。公司甲酸铯产品主要应用在石油领域，而石油行业景气度的波动受到全球宏观经济、地缘政治、美元利率等多重因素影响，甲酸铯未来的需求有不达预期的风险。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	8062.88	7935.17	8954.88	11067.50
货币资金	4915.30	4595.65	5057.18	6637.81
应收及预付	542.01	461.26	551.57	653.05
存货	1444.86	1484.61	1767.96	2009.39
其他流动资产	1160.70	1393.64	1578.19	1767.24
非流动资产	7821.96	8848.34	9344.18	9402.77
长期股权投资	39.23	41.23	44.23	49.23
固定资产	2177.96	3019.60	3463.28	3469.11
在建工程	796.61	819.46	834.62	840.38
无形资产	1852.63	1862.63	1872.63	1882.63
其他长期资产	2955.53	3105.42	3129.42	3161.42
资产总计	15884.83	16783.51	18299.07	20470.27
流动负债	2292.67	2384.35	2669.33	2970.73
短期借款	913.67	1013.67	1133.67	1283.67
应付及预收	252.93	262.17	300.94	333.18
其他流动负债	1126.06	1108.51	1234.73	1353.88
非流动负债	1368.69	1506.78	1659.78	1814.78
长期借款	553.18	653.18	803.18	953.18
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	815.51	853.60	856.60	861.60
负债合计	3661.36	3891.13	4329.11	4785.51
实收资本	728.45	729.81	729.81	729.81
资本公积	5635.80	5640.12	5640.12	5640.12
留存收益	6318.11	6959.86	8039.32	9758.21
归属母公司股东权益	12177.94	12848.57	13928.03	15646.92
少数股东权益	45.54	43.80	41.92	37.84
负债和股东权益	15884.83	16783.51	18299.07	20470.27

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6013.32	4748.27	5816.28	7295.18
营业成本	2717.50	2979.22	3519.71	3966.46
税金及附加	137.67	132.95	151.22	175.08
销售费用	73.01	71.22	84.34	94.84
管理费用	384.05	332.38	401.32	496.07
研发费用	172.11	140.07	159.95	182.38
财务费用	166.12	151.52	153.26	152.32
资产减值损失	-0.47	-5.00	-4.50	-4.00
公允价值变动收益	0.94	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.88	11.87	11.63	10.94
资产处置收益	-6.10	0.47	0.87	1.46
其他收益	94.96	9.50	10.47	10.94
营业利润	2426.77	954.25	1360.95	2242.88
营业外收入	1.39	2.45	2.93	2.25
营业外支出	7.96	3.65	4.70	5.44
利润总额	2420.20	953.05	1359.18	2239.70
所得税	217.91	142.96	203.88	335.95
净利润	2202.29	810.09	1155.30	1903.74
少数股东损益	-5.87	-1.73	-1.88	-4.08
归属母公司净利润	2208.16	811.83	1157.18	1907.83
EBITDA	2762.92	1373.92	1809.25	2687.18

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3002.10	1184.53	1236.58	1997.12
净利润	2202.29	810.09	1155.30	1903.74
折旧摊销	180.75	269.36	296.82	295.17
营运资金变动	459.06	17.02	-271.72	-269.08
其它	160.00	88.07	56.18	67.29
投资活动现金流	-2660.74	-1509.30	-873.93	-424.54
资本支出	-2171.41	-1108.58	-727.57	-277.49
投资变动	-556.16	-154.00	-138.00	-133.00
其他	66.84	-246.72	-8.37	-14.06
筹资活动现金流	1813.00	129.02	98.88	8.06
银行借款	180.12	200.00	270.00	300.00
债券融资	-104.75	0.00	0.00	0.00
股权融资	3063.22	5.69	0.00	0.00
其他	-1325.59	-76.67	-171.12	-291.94
现金净增加额	2145.54	-319.65	461.52	1580.63
期初现金余额	2235.86	4381.40	4061.75	4523.27
期末现金余额	4381.40	4061.75	4523.27	6103.90

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-25.22%	-21.04%	22.49%	25.43%
营业利润增长	-36.31%	-60.68%	42.62%	64.80%
归属母公司净利润增长	-32.98%	-63.24%	42.54%	64.87%
获利能力 (%)				
毛利率	54.81%	37.26%	39.49%	45.63%
净利率	36.62%	17.06%	19.86%	26.10%
ROE	18.13%	6.32%	8.31%	12.19%
ROIC	16.93%	6.35%	7.97%	11.21%
偿债能力				
资产负债率 (%)	23.05%	23.18%	23.66%	23.38%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	3.52	3.33	3.35	3.73
速动比率	2.64	2.40	2.39	2.75
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.29	0.33	0.38
应收账款周转率	14.36	14.47	18.89	20.03
存货周转率	1.80	2.03	2.16	2.10
每股指标 (元)				
每股收益	3.15	1.11	1.59	2.61
每股经营现金流	4.12	1.62	1.69	2.74
每股净资产	16.72	17.61	19.08	21.44
估值比率				
P/E	11.84	25.49	17.89	10.85
P/B	2.23	1.61	1.49	1.32
EV/EBITDA	8.66	13.09	9.84	6.15

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。